

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2, Nº 3 - Tercer trimestre 2006



Continúa la expansión económica
Gasto y agregados en expansión
Presiones inflacionarias *in crescendo*
Stock de Capital Humano y rendimiento de la educación
La geopolítica petrolera predomina sobre los fundamentos

Editorial

Crecimiento centrado en sector de no transables

Según cifras oficiales presentadas por el Banco Central de Venezuela, el crecimiento del Producto Interno Bruto para el segundo trimestre del año fue de 9,2%, mostrando el onceavo trimestre consecutivo de repunte de la economía y evidenciando el 5 trimestre donde la economía crece por encima de su Producto Potencial.

Este desempeño sorprende no sólo por lo elevado de la cifra, que para el primer semestre determina un crecimiento de 9,6%, sino que además se da luego de crecimientos de 17,9% para el año 2004 y 9,3% para el 2005. Adicionalmente, este crecimiento es básicamente el resultado de una fuerte expansión de gasto fiscal, sin que medie una correspondiente acumulación de factores que le de sustento por el lado de la oferta, como se desprende de nuestros estudios sobre la evolución del *stock* de capital, del Situación Venezuela anterior, y de la población económicamente activa (ajustada por escolaridad) del Situación Venezuela que en este Editorial presentamos.

Algunas de las preguntas que nos planteamos a lo largo de este número no son nuevas, pero cobran aun mayor relevancia en el actual contexto. Tienen que ver con la sostenibilidad de un crecimiento basado en la demanda, sus implicaciones para la política de control monetario que adelanta el Banco Central y con su meta de inflación.

Pero también surgen nuevas interrogantes, particularmente cuando estudiamos el crecimiento desde una perspectiva sectorial. En este sentido, no podemos dejar de advertir acerca del marcado sesgo hacia un mayor dinamismo en el sector que en términos agregados generalmente se define como productor de no transables (fundamentalmente construcción y servicios).

Un ejemplo que corrobora la anterior afirmación se obtiene con una primera descomposición del crecimiento del último trimestre entre el del sector transable y el no transable. El primero crece un 4,4%, velocidad algo más acorde con la tasa de inversión de los últimos años y nuestra estimación de la brecha entre producto potencial y efectivo. El sector no transable, en tanto, crece a un sorprendente 11,0%.

Pero una mayor desagregación de este crecimiento nos proporciona una mejor aproximación a la real dimensión del fenómeno. Los sectores que más crecen son los Servicios Financieros (43,0%), Construcción (27,2%), Comunicaciones (21,3%), Comercio (17,1%), y Transporte (15,1%). Todos, con la excepción de Construcción, son sectores productores de servicios, y, tomados en conjunto estos cinco sectores (que tuvieron una participación de 27% en el PIB de 2005) explican aproximadamente 4,4% del 9,6% del crecimiento del segundo trimestre o el 46% del mismo.

En el crecimiento de estos sectores es claro el papel que ha jugado el *shock* de términos de intercambio y la correspondiente expansión fiscal que en buena medida ha financiado. Dado que el sector productor de bienes transables ha crecido a un ritmo más lento, el crecimiento de los sectores Comercio y Transporte (cuyo PIB está básicamente conformado por márgenes de comercio y transporte asociado a bienes) no puede sino estar asociado al aumento de las importaciones. La vinculación entre la expansión fiscal y monetaria es la fuente del crecimiento de los Servicios Financieros, en tanto el dinamismo del sector Construcción está directa y fundamentalmente explicado por la inversión pública en infraestructura. De los sectores mencionados, el único que probablemente parte importante de su crecimiento obedece a otros factores (distintos al *boom* de ingresos petroleros) es el de Comunicaciones.

Aunque no nos aventuramos a un diagnóstico en este sentido, este crecimiento sesgado hacia los no transables, en el contexto de abundantes ingresos extraordinarios externos, podría estar suponiendo que en la economía venezolana se ha comenzado a manifestar lo que se denomina enfermedad holandesa. Esencialmente, se trataría de un proceso de desindustrialización a consecuencia de una mayor inflación de no transables y a la sobrevaluación asociada al anclaje cambiario. El problema con este tipo de crecimiento, además de acentuar la dependencia de la economía venezolana de los vaivenes del mercado petrolero, radica en que, en el mejor de los casos, este crecimiento sólo podría sostenerse mientras se prolongue el comportamiento alcista del precio del petróleo.

Indice

Fecha de cierre: 15 de Agosto de 2006

Editorial

1. Entorno Internacional

Continúa el crecimiento, pero se mantienen los riesgos 2

La geopolítica petrolera predomina sobre los fundamentos 6

2. Entorno Macroeconómico

Continúa la expansión económica 8

Gasto y agregados en expansión 11

Recuadro: Incidencias del aumento del encaje legal 14

Presiones inflacionarias *in crescendo* 16

3. Artículos

¿Es válida la Curva de Phillips en los países petroleros? 19

Stock de capital humano y rendimiento de la educación 21

4. Indicadores y proyecciones

Han elaborado esta publicación:

Servicio de Estudios Económicos BBVA Banco Provincial

Economista Senior:

Alejandro Puente alberto_puente@provincial.com

Economistas:

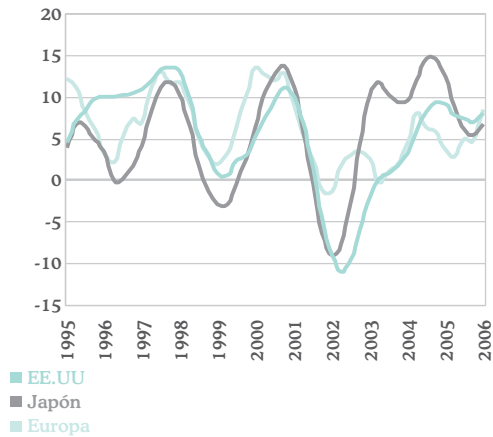
Samir El Jesser jesser_samir@provincial.com
Erikson Castro erikson_castro@provincial.com

Asistente de Investigación:

Sergio Guerra sergio_guerra@provincial.com

Exportaciones reales: EE.UU., UEM y Japón

En tasa interanual



Fuente: Datastream y estadísticas nacionales

I. Entorno económico y financiero para América Latina

Continúa el crecimiento mundial, pero se mantienen los riesgos

La primera mitad de 2006 terminó con unos niveles de crecimiento económico global que superaron las previsiones más optimistas. En el ámbito de países desarrollados, EE.UU. ha registrado un ritmo de avance anual promedio del PIB del 3,5% durante el último año, mientras que tanto Japón como la zona euro han dado signos que apuntan hacia tasas de mayor dinamismo. Por su parte, las principales economías emergentes se mantienen en niveles de crecimiento elevado, con China probablemente cerrando un nuevo ejercicio en torno al 10% y liderando el impulso en el sudeste asiático.

Beneficiado por este escenario, América Latina podría acelerar en 2006 el incremento del PIB en una décima hasta el 4,5%. Conviene destacar la aportación fundamental de Brasil y México, que habrían dejado atrás un año de relativa atonía y habrían asumido nuevamente su papel de gigantes económicos de la región, con crecimientos esperados del 3,6% y el 4%, respectivamente. De esta forma, se anularía la (esperada) desaceleración en los países más dinámicos de 2005, Argentina y Venezuela, que estarían enfrentando limitaciones de su capacidad productiva, aunque todavía mostrarán crecimientos apreciables. Por último, merecen mención positiva el resto de países andinos, Chile, Colombia y Perú, que apenas habrían perdido impulso este año y continuarían con tasas en torno al 5%.

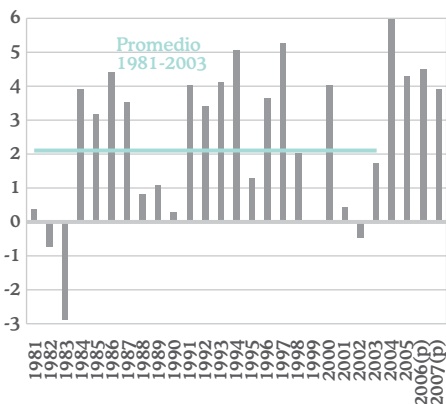
En términos de inflación, el contexto internacional sigue estando caracterizado por tasas moderadas, a pesar no sólo de la propia senda de expansión económica, sino también de la escalada de precios en materias primas (esperamos nuevamente un avance superior al 20% en el BBVA-MAP para 2006). Sin embargo, existe una creciente preocupación sobre la posibilidad de que presiones inflacionistas larvadas en insumos puedan finalmente transmitirse hacia el resto de la economía. Ello ha provocado una mayor incertidumbre sobre la política monetaria, especialmente en EE.UU. Cuando se comparan los tipos de interés descontados en mayo con los actuales se observa que ha habido un aumento, y, como consecuencia, una menor liquidez global es un escenario con mayores probabilidades que hace unos meses. Ello se ha traducido en que la volatilidad abandona mínimos y el apetito por el riesgo disminuye.

Son los mercados emergentes donde esta menor liquidez parece estar teniendo un mayor impacto. La inversión financiera ha mostrado una mayor aversión al riesgo desde mayo, que se ha traducido en una caída significativa de las bolsas de las principales economías emergentes. Los mercados más vulnerables en sus fundamentos (p.e. Hungría, Sudáfrica, Turquía), o que se habían revalorizado en mayor medida en trimestres anteriores, han soportado un ajuste mayor, a través de la depreciación de sus divisas o de un aumento de sus primas de riesgo.

América Latina mostró un comportamiento relativamente sólido en este episodio. Para el conjunto de la región se observó un significativo repunte de los *spreads* de deuda soberana en la segunda mitad de mayo, pero posteriormente se estabilizaron y, pese a no retroceder a los valores previos al *rally*, apenas están 20 puntos básicos por encima de los mínimos históricos. La mayor ortodoxia monetaria y fiscal, con cifras históricamente reducidas de inflación (previsión del 5,3% final de año) y de déficit público (inferior al 1% del PIB), así como la creciente apertura comercial y estabilidad externa (superávit corriente del 1,5% esperado para 2006), han fortalecido la estruc-

Crecimiento del PIB real en América Latina*

(en %)



Fuente: BBVA;(e) estimación,(p) previsión;*Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

tura de América Latina, haciendo la región menos sensible a movimientos en las condiciones financieras internacionales.

A pesar de las turbulencias vividas en mayo, las previsiones apuntan a que el crecimiento relativamente generalizado va a continuar. Existe además una mayor preocupación por los desequilibrios que caracterizan a este ciclo de expansión. De hecho, y aunque en el corto plazo la economía mundial pueda convivir con esta situación (alto déficit por cuenta corriente en EE.UU. y elevados precios del petróleo), el consenso sobre la necesidad de un ajuste a medio plazo es cada vez mayor. Valga recalcar las declaraciones del FMI llamando a una modificación de los tipos de cambio como herramienta para nivelar los flujos de capital de la economía mundial. A pesar de todo, y dado el ajuste de algunas variables financieras, el optimismo perdura y la distribución geográfica del crecimiento mundial hace menos vulnerable el dinamismo observado hasta hoy.

Más protagonistas en el dinamismo global

Hace ya varios trimestres se han considerado diversos y múltiples factores de riesgo sobre el crecimiento mundial. Sin embargo, la economía continúa experimentando un elevado impulso, que comprende varias regiones geográficas y que a la vez es el de mayor intensidad desde finales de la década de los sesenta.

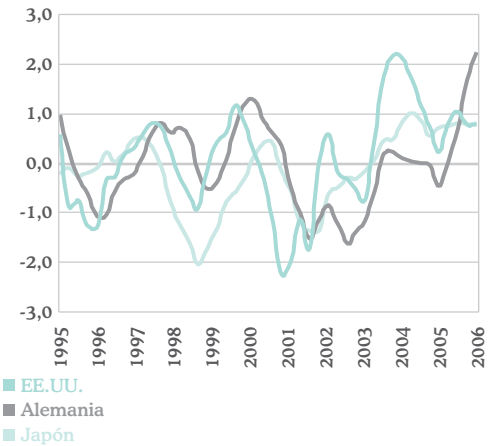
A pesar de que algunos indicadores en EE.UU. recientemente han apuntado hacia una moderación de la actividad, el ritmo de crecimiento observado y previsto es positivo. El sector industrial y sus niveles de inversión siguen siendo favorecidos por los beneficios empresariales, aunque la senda alcista en tipos de interés puede moderar esta tendencia. Por otro lado, el consumo tiende a cierta estabilidad. A pesar del comportamiento de los precios energéticos o de activos inmobiliarios, los índices de confianza del consumidor se ven favorecidos por la riqueza financiera acumulada en mercados bursátiles, y por unos niveles de desempleo bajos. Estos factores pueden ser un contrapeso a la desaceleración del sector inmobiliario, de la cual se desprenderá una ligera moderación del consumo privado para la segunda mitad de 2006. En nuestro escenario central, esperamos que EE.UU. presente un crecimiento del 3,3% en 2006 y del 3,2% el próximo año.

En la UEM han aparecido finalmente los primeros signos de recuperación del gasto de las familias. En Alemania, una de las economías más retrasadas en la expansión actual, los indicadores continúan siendo positivos y el optimismo es más generalizado. El fuerte dinamismo observado en el primer trimestre del 2006 se mantendrá en el segundo. Sin embargo, algunos de los recientes indicadores de confianza industrial han retrocedido ligeramente. Esto estaría reflejando una divergencia entre las expectativas de los analistas (más pesimistas) y las de los empresarios (más optimistas). Por último, Japón continúa su camino hacia un crecimiento promedio del 3%. Al término del primer trimestre de este año, el *output gap* de la economía nipona se situaba en territorio positivo por primera vez en más de ocho años. Las expectativas continúan siendo optimistas y sostenidas a lo largo del 2006 y 2007.

Este nuevo balance mundial, en el que se recupera la demanda interna de Europa y Japón, permite depender menos del crecimiento económico de EE.UU. y de China, y se vislumbra como un factor que ayude en el ajuste gradual de los desequilibrios. Este contexto internacional favorable continuará siendo un motor de apoyo para el comercio mundial y para los sectores industriales exportadores, factores ampliamente beneficiosos para el sostenimiento del dinamismo en América Latina. Estimamos que la ligera aceleración del crecimiento en la región durante 2006 se verá acompañada por un mantenimiento de tasas de avance del PIB real para 2007 en torno al

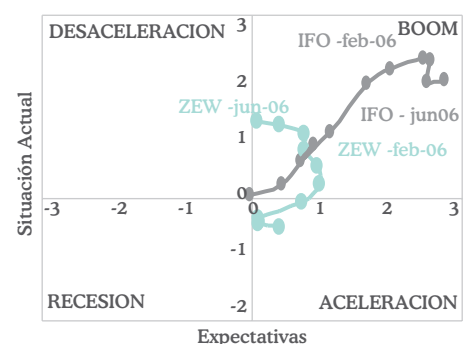
Confianzas industriales

(índices estandarizados)



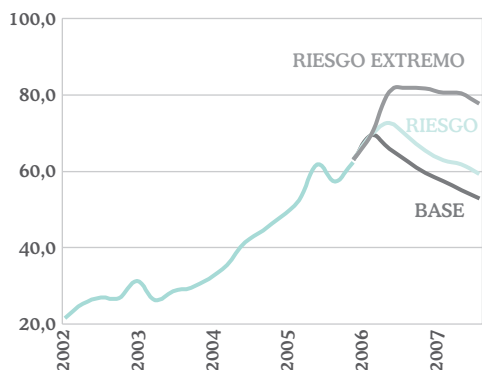
Fuente: BBVA a partir de ISM, IFO y Tankan

Fases de la actividad según indicadores



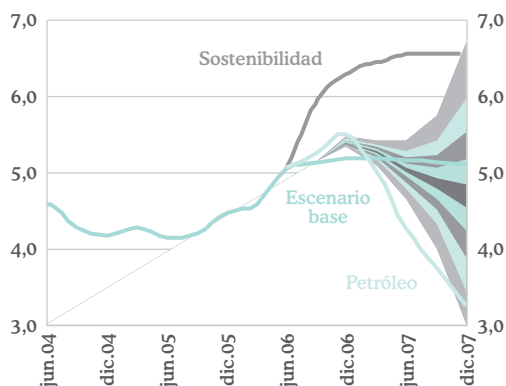
Fuente: IFO y ZEW

BBVA: Escenarios de petróleo



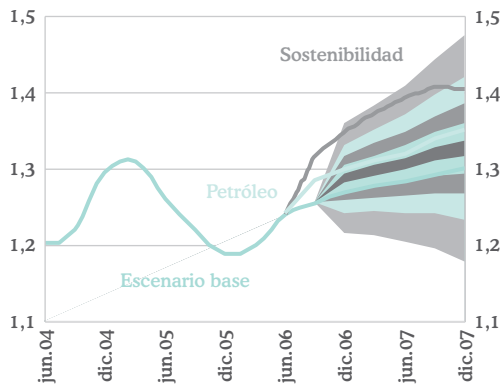
Fuente: BBVA

EE.UU.: tipos de interés a 10 años



Fuente: BBVA

Euro-Dólar



Fuente: BBVA

4%, cifra que continúa siendo netamente superior a la media alcanzada en las últimas dos décadas (poco más del 2%).

La política monetaria a primer plano

Durante el primer trimestre de 2006, EE.UU. continuó su ciclo alcista iniciado en junio de 2004 y la pregunta era, ¿ha terminado ya este ciclo? La respuesta parecía clara, el ciclo estaba por terminar. Tras la reunión del 10 de mayo de la Reserva Federal, en la que no se confirmó una pausa en las subidas; y tras los discursos alcistas de las autoridades monetarias durante mayo y junio, los mercados empezaron a descontar mayores subidas de tipos de interés, apuntando hacia el 5,50%. Sin embargo, la última comunicación de la autoridad monetaria americana, el 19 de julio, sugiere que dicha pausa está más próxima. La ralentización del mercado inmobiliario, acompañada de la incipiente moderación en el ritmo de crecimiento económico, son dos factores que pueden imponer un límite efectivo al consumo interno de EE.UU. Y como consecuencia, contrarrestar las tensiones inflacionistas que se siguen derivando de los altos precios de las materias primas. De confirmarse esta tendencia, la Fed se encontraría en un marco más propicio para hacer una pausa en la subida de tipos, y finalizar el ciclo alcista en política monetaria.

En todo caso, si continúa el ciclo alcista en EE.UU., y considerando que la UEM seguiría este mismo camino a lo largo de 2006 (como es esperado), los tipos de interés se moverán dentro de un rango de tipos neutrales, abandonando la relajación de años anteriores. Incluso Japón, tras haber mantenido los tipos de interés en niveles del 0%, comenzó en julio el proceso de subidas, que será seguramente muy gradual.

En EE.UU. existen señales de aceleración de la inflación subyacente durante el segundo semestre del año (aunque todavía dentro del rango de previsión de la Fed), y el potencial aumento de expectativas de inflación en el corto plazo representan importantes riesgos para la autoridad monetaria. Esto, en conjunto con la moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad, exige una atención más detallada de la coyuntura para determinar el rumbo de la política monetaria.

El pronóstico central es que, dado el crecimiento estable y la inflación relativamente controlada, los tipos oficiales en EE.UU. se mantendrán en el 5,25% en 2006 y 2007. Mientras tanto, la UEM finalizará este año en 3,50% y el próximo año en 4,00%, dada la mejoría en las expectativas de crecimiento y la existencia de presiones inflacionistas. Con este escenario base, y en el supuesto de que el ciclo alcista en EE.UU. ha terminado, los tipos de 10 años oscilarían en un rango de 5,1-5,2%, pero manteniendo un sesgo al alza en caso de presentarse sorpresas coyunturales en crecimiento o inflación. La previsión del escenario base para la zona euro deja los tipos entre el 4,2 y el 4,3%. Esta evolución en los tipos de interés ya no favorecerá al dólar como hace unos trimestres, lo que junto con el creciente consenso sobre la necesidad de una mayor depreciación de la divisa estadounidense, lleva nuestra previsión a un rango de 1,25-1,30 por euro.

En este escenario para la política monetaria en las grandes zonas económicas mundiales, y bajo un contexto inflacionista relativamente controlado, la senda de tipos de interés que se dibuja en América Latina es en términos generales de moderadas alzas. Es cierto que ha habido ligeras revisiones de las perspectivas desde el trimestre pasado, pero éstas han sido aisladas y de intensidad modesta. Sólo en una situación en la que las expectativas de subidas por parte de la Reserva Federal sobrepasaran notablemente las hoy existentes (ver escenarios de riesgos más adelante), las autoridades moneta-

rias de América Latina podrían enfrentarse a un dilema de crecimiento-estabilidad cambiaria. Aunque incluso en ese escenario, los límites estarían relativamente bien marcados por las mejoras estructurales de la región en los últimos años y la ausencia de grandes turbulencias políticas en un ejercicio especialmente intenso en procesos electorales. Sólo episodios aislados han generado más ruido del habitual, pero se ha demostrado, a falta de la gran cita en Brasil, que los procedimientos democráticos han prevalecido.

Los riesgos sesgan al alza los tipos internacionales en el corto plazo

Dentro de este marco económico, ¿cuáles son los principales riesgos? El primer escenario de incertidumbre está ligado a las políticas monetaria, y particularmente, a la política de la Reserva Federal de EE.UU. En cualquier caso, y a tenor del último testimonio de la autoridad monetaria americana, la probabilidad de que este escenario de riesgo se materialice se ha visto ligeramente reducida.

El segundo escenario de riesgo tiene como factor desencadenante la convicción generalizada sobre la inviabilidad del déficit de EE.UU. Este *shock* financiero traería consigo subidas de tipos considerables en EE.UU., depreciación del dólar, descensos de los precios bursátiles, y una posterior caída del PIB. En Europa, la apreciación del euro limitaría las subidas de tipos de interés.

El último riesgo abandona los aspectos financieros, para concentrarse en la economía real, y concretamente en el mantenimiento de los elevados niveles en los precios del petróleo. La operación militar israelí en Líbano, y el lanzamiento de misiles por parte de Corea del Norte en el Mar de Japón, ha intensificado el riesgo político en la determinación del precio de petróleo, disparando éste a un máximo histórico de 78 dólares por barril durante el mes de julio. Pero además de provocar este incremento, el protagonismo del riesgo geopolítico puede hacer que los precios encuentren cierta resistencia a la baja, ya que los incrementos de precios del crudo derivados de la intensificación de conflictos políticos suelen tardar en ser corregidos. El escenario base de petróleo contempla un precio promedio del Brent de 65,2 dólares por barril en 2006 y de 56,2 en 2007. En un escenario alternativo de riesgo el petróleo alcanzaría los 81,1 dólares en el segundo semestre de 2006, y 80,0 en 2007. Y asimismo, una considerable caída en los principales índices bursátiles, del 10% en 2006, y 20% en el año siguiente. Los tipos de interés experimentarían un incremento algo mayor al del nuestro escenario base en 2006, para bajar sustancialmente en 2007.

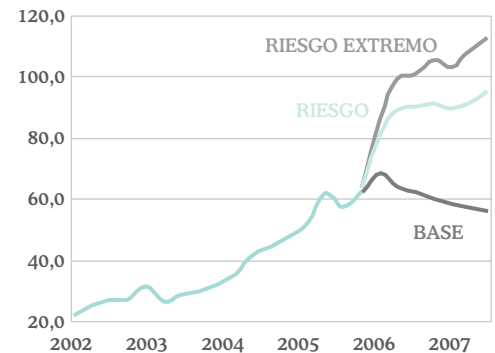
Con todo, las tensiones inflacionistas así como la estabilidad en el crecimiento mundial dibujan un horizonte en el que los tipos de interés muestran un sesgo ligeramente al alza durante 2006. En 2007 el sesgo sería bajista tanto en EE.UU. como en la zona euro. El dólar muestra un sesgo claramente depreciador dado el amplio déficit corriente de EE.UU., y el alejamiento de la ventaja estadounidense en tipos de interés.

EMBI + (pb) y elecciones políticas en América Latina



Fuente: BBVA y JP Morgan

BBVA: Escenarios de petróleo



Fuente: BBVA

La geopolítica petrolera predomina sobre los fundamentos

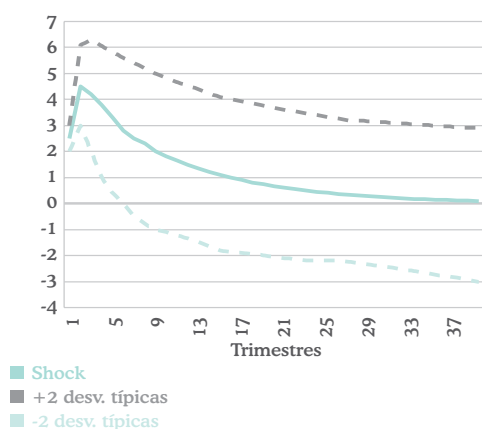
Factores de riesgo

El comportamiento reciente del mercado petrolero ha estado fuertemente impactado por la serie de eventos de carácter geopolítico que, aunado a la persistente tensión de la situación iraní y su lenta negociación, han potenciado el impacto de estos factores sobre los precios del petróleo. Destacan dos eventos en particular, la situación de Corea del Norte y el conflicto entre Israel y el Líbano.

La prueba balística de misiles de largo alcance y con capacidad nuclear llevada a cabo por Corea del Norte tuvo una pronta respuesta de la comunidad internacional. El Consejo de Seguridad de la ONU impuso sanciones directas al país impidiendo el comercio de cualquier material que pueda ser destinado a su programa nuclear, así como la transferencia de recursos financieros con los mismos fines. Estas pruebas realizadas por Corea del Norte, impactaron los precios, ya que si bien no poseen reservas petrolíferas terminan encareciendo cualquier negociación con Irán por el impacto que generan en el poder de negociación de los países del Consejo de Seguridad de la ONU.

El segundo evento es mucho más delicado, y tiene que ver con el reciente conflicto entre Israel y Líbano, específicamente en los territorios controlados por el grupo Hezbollah, que parece apuntar a una conflagración más larga y peligrosa de lo que inicialmente se esperaba. Si bien el conflicto no involucra impactos en producción, incrementa sustancialmente el riesgo del Medio Oriente, tanto por la incertidumbre sobre el rol que podría asumir la Liga Árabe y la complejidad que incorpora a la solución en la negociación con Irán, país que viene siendo relacionado por Israel e apoyar a Hezbollah.

Respuesta del precio real Brent a shock geopolítico sin impacto en producción



Fuente: BBVA

Este tipo de factores de riesgo geopolítico que hacen temer una eventual contracción de la oferta petrolera provocan que el precio del petróleo reaccione de forma similar a como lo hace ante *shocks* geopolíticos que efectivamente se asocian a caídas de producción. En ausencia de *shocks* adicionales el precio se eleva alcanzando un tope un trimestre

después, para iniciar a partir de allí su corrección a la baja, que se completa en un mínimo de 5 trimestres, mostrando una fuerte persistencia.

Los fundamentos pesan menos

La evolución de los precios del petróleo descansan más en los factores de riesgo que en los fundamentos. De hecho, para el año 2006 la Agencia Internacional de Energía (AIE), normalmente optimista con la demanda y pesimista con la producción, proyecta que la demanda mundial de petróleo crecerá un 1,4% (1,2 millones de barriles diarios por día (MM b/d)), al pasar de 83,7 a 84,9 MM b/d. Este comportamiento obedece principalmente a países como China y a los del Medio Oriente, quienes juntos representan las dos terceras partes del incremento.

La AIE estima que la oferta de crudo procedente de los países no-OPEP crecerá un 2,2% (1,1 MM b/d), de los cuales el 82% provendría de África y países de la antigua Unión Soviética (0,4 MM b/d para la primera región y 0,5 MM b/d para la segunda).

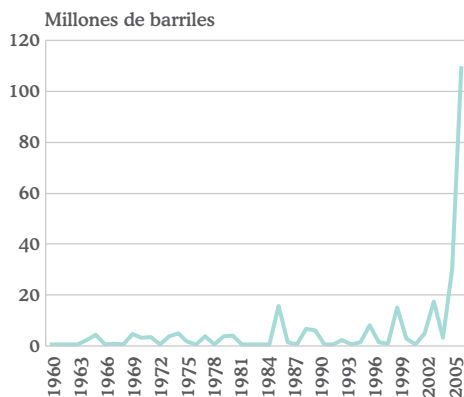
Sólo el crecimiento de la oferta de países no-OPEP permite absorber el incremento de la demanda, mientras que, en la OPEP, Irak ha incrementado su producción en 0,5 MM b/d, compensado la caída mostrada por Nigeria, que ha estado sujeta a recortes de producción por problemas internos. En su conjunto, la OPEP podría incrementar su producción entre 0,2 y 0,3 MM b/d, asociada a la construcción de inventarios comerciales ante el anuncio de EE.UU. de no incrementar el nivel de sus reservas estratégicas. En líneas generales, contrario a los que muchos piensan, estamos en presencia de un mercado mejor abastecido de lo que han sido los dos años anteriores.

Temporada de huracanes

Otro elemento que comienza a incidir en las expectativas sobre el mercado petrolero es la temporada de huracanes que afecta al océano Atlántico entre los meses de junio y noviembre de cada año. Durante la temporada del año 2005, la región petrolera del Golfo de México resultó particularmente afectada, ya que se dejaron de producir cerca de 110 millones de barriles de crudo y 683,3 millones de pies cúbicos de gas natural, principalmente tras el paso de los huracanes Katrina y Rita.

El año 2005, sin embargo, fue un año con un comportamiento atípico en cuanto a la intensidad y el impacto registrado por este fenómeno atmosférico. Históricamente, la producción de crudo que cesa por motivos precautorios o por daños durante esta temporada oscilaba entre 0 y 30 millones de barriles, alcanzando el límite superior en el año 2004. La paralización de actividades suscitada en el 2005 resultó superior en un 166% a la registrada durante ese periodo. Sobre la base de las proyecciones de la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica en los Estados Unidos sobre el comportamiento atmosférico esperado para el 2006, puede afirmarse que la paralización de actividades será inferior entre un 28% y un 52% con respecto a la registrada en el año 2005.

Salida de petróleo por huracanes



Fuente: NOAA

De acuerdo con la serie histórica, la interrupción promedio, medida en barriles de crudo, durante el período 1960 a 2004 fue de 3,7 millones de barriles por año. Esto nos permite hacer dos conjeturas. En primer lugar, el impacto promedio generado por la actividad atmosférica durante la temporada de huracanes es bajo en relación a la producción anual de petróleo en Estados Unidos. En segundo lugar, el impacto generado durante la temporada pasada es extremadamente atípico.

Interrupción esperada de petróleo por huracanes (2006)

Índice ACE* estimado 2006	Variación 2005/2006 en %	Variación de la interrupción en millones de barriles	Interrupción esperada en 2006 (millones de barriles)
118	-27,76	-42,52	67,4
179	-52,38	-80,22	29,7

Fuente: BBVA a partir de NOAA
*Accumulated Cyclone Energy

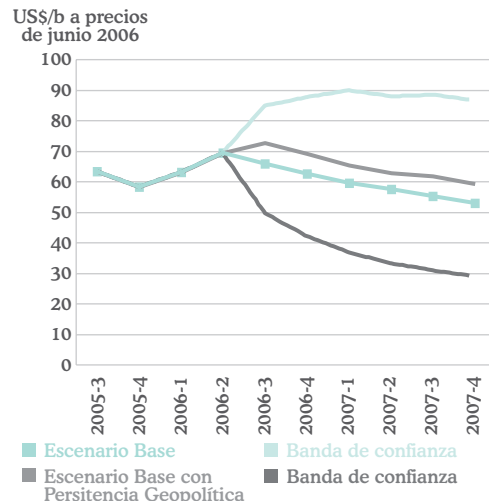
Si la variación de la intensidad atmosférica durante la temporada de huracanes 2006 decrece un 52% con respecto a la del año 2005, el impacto sobre la producción de crudo del Golfo de México sería de 29,7 millones de barriles menos de producción en el año, mientras que si la variación de la intensidad disminuyera en un 28%, la reducción en la producción de esta zona alcanzaría los 67,4 millones de barriles, cifras que representan el 27% y el 61% respectivamente de los barriles dejados de producir en el 2005 por esa causa. Esto implicaría una menor presión en la cotización del crudo durante el segundo semestre de 2006 que la observada por el mismo factor en el año previo.

Revisión del escenario de precios

La revisión de los precios del petróleo, a la luz de todos los factores anteriormente descritos, apuntan a un escenario base para el Brent de precios medio para 2006 de 65,2 dólares

el barril y de 56,2 dólares para 2007. Al incorporar la persistencia de los nuevos factores de riesgo geopolítico, considerando que no afectan producción, se ubicarían en 68,5 dólares para 2006 y en 62,3 dólares para 2007. Este escenario tiene una probabilidad del 80%.

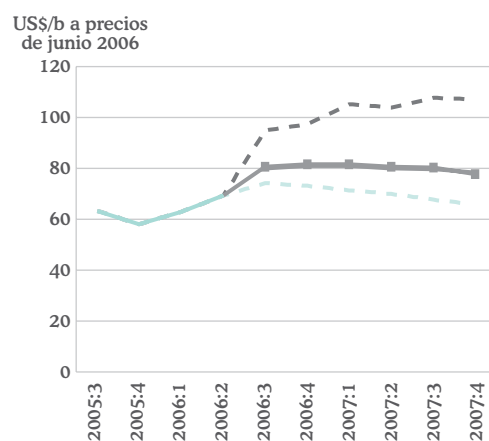
Precio del Petróleo: Escenario Central



Fuente: BBVA

Un escenario de riesgo implicaría un precio medio de 73,7 dólares para 2006, con un promedio de 81,1 dólares para el segundo semestre y de 80 dólares para 2007. En un escenario de conflicto que afecte a la producción, el precio del petróleo tendría una cota máxima en 107 dólares el barril.

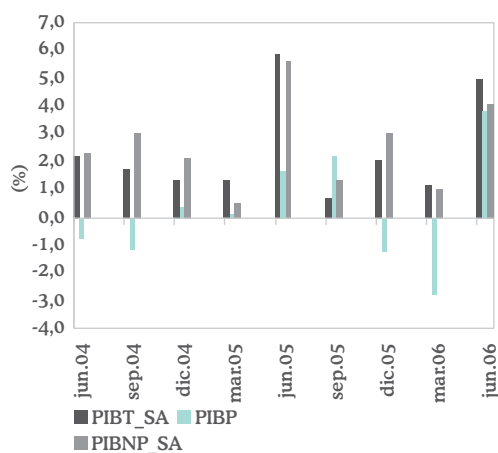
Precio del Brent: Escenario de Riesgo



Fuente: BBVA

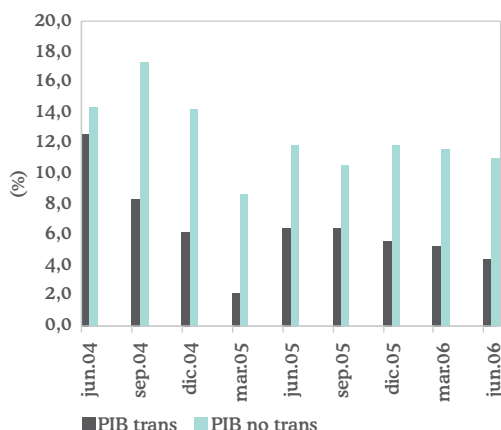
Giovanni Di Placido
giovanni_diplacido@provincial.com

Gráfico 1.
Tasa de crecimiento trimestral del PIB
(Desestacionalizado)



Fuente: BCV y cálculos propios

Gráfico 2.
Tasa de crecimiento del PIB por sector
transable y no transable
(Trimestre contra trimestre)



Fuente: BCV y cálculos propios

2. Entorno Macroeconómico

Continúa la expansión económica

De acuerdo a las estimaciones del Banco central de Venezuela (BCV), el valor del PIB correspondiente del segundo trimestre de 2006 habría sido superior en 9,2% al correspondiente a igual trimestre del año pasado, apoyado básicamente en el sector no petrolero el cual fue superior en 9,9%, mientras que el sector petrolero se incrementó en 1,8% igualmente respecto al segundo trimestre de 2006.

Esta cifra implica que, en términos desestacionalizados, el PIB se expandió en 4,1% entre el primero y el segundo trimestre del presente año, con lo cual la economía venezolana estaría completando su décimo primer trimestre de crecimiento prácticamente in-interrumpido, lo cual nos obliga a modificar al alza nuestros pronósticos para 2006 tanto de crecimiento como de inflación, dado que es previsible que el exceso de demanda agregada se incrementará más de lo previsto ⁽¹⁾.

Dentro de la actividad no petrolera todos los sectores mostraron un producto superior al del segundo trimestre de 2005, sin embargo, cabe destacar que los que lo hicieron a mayor velocidad son sectores productores de bienes y servicios no transables, específicamente: Servicios Financieros (43,0%), Construcción (27,2%), Comunicaciones (21,3%), Comercio (17,1%), y Transporte (15,1%). Por otro lado, dentro el sector productor de bienes transables el sector manufacturero creció en 6,9% y el minero en 2,0%.

En nuestra opinión, este crecimiento está condicionado de manera determinante por el shock positivo de términos de intercambio que recibe la economía venezolana desde mediados del año 2004, implicando un fuerte sesgo hacia la producción de bienes y servicios no transables durante los últimos dos años. Por ejemplo, al observar por separado la agregación de los sectores transable y no transable tenemos que en el segundo trimestre la primera agrupación crece un 4,4% respecto a similar trimestre del año 2005, velocidad que consideramos acorde con la tasa de inversión de los últimos años y nuestra estimación de la brecha entre producto potencial y efectivo. El sector no transable, en tanto, crece a un sorprendente 11,0% durante el mismo periodo.

En términos semestrales el comportamiento es bastante similar al mostrado en el trimestre, la economía se expande en 9,6% respecto al primer semestre de 2005, igualmente apalancada en el sector no petrolero que fue superior en 10,6%, mientras que el sector petrolero hizo lo propio en solo 0,8%. Nuevamente se observa que los sectores que muestran una mejor dinámica pertenecen al sector no transable, el cual crece 11,3% en contraste con el 4,8% que crece el sector de transables. Las actividades que experimentaron mayor crecimiento fueron: Servicios Financieros (42,3%), Construcción (27,4%), Comunicaciones (23,9%), Comercio (19,0%), y Transporte (14,3%). Mientras que, por su parte, el sector manufacturero creció en 8,7% y el minero en 3,5%.

Expansión de la demanda agregada aún motoriza el crecimiento

El crecimiento de la actividad económica de los últimos trimestres está determinado en gran medida por la fuerte expansión de la demanda ⁽²⁾, básicamente interna, la cual a su vez se ha beneficiado por la expansión monetaria que ha generado la expansión fiscal que permite el shock positivo de términos de intercambio actual.

(1) En números anteriores de esta publicación, hemos mostrado abundante evidencia de que el PIB de Venezuela, impulsado por la fuerte expansión del gasto público, ha venido excediendo de manera sistemática y creciente al "producto potencial" (el nivel de PIB sostenible a largo plazo dada la disponibilidad de mano de obra, capital físico y tecnología del país). En estas circunstancias, se espera que a corto plazo ocurra uno de dos escenarios: (A) que se desacelere el crecimiento y se mantenga estable la inflación (que era nuestro escenario hasta ahora) o (B) que se mantenga el ritmo de crecimiento y se acelere la inflación (que es la dirección en que apuntan las últimas cifras de crecimiento, y hacia el cual desplazaremos nuestras previsiones).
(2) Hasta el mes de julio, el gasto primario se ha presentado un crecimiento nominal de 77% y real de 58% respecto al mismo periodo de 2005.

Al cierre del segundo trimestre, la demanda global presentó un crecimiento de 13,4% respecto al segundo trimestre de 2005, mientras que la demanda interna presentó una expansión de 17,1%, apoyada básicamente en su componente de inversión bruta fija (25,9%) y el consumo privado (16,8%). En el mismo período, el gasto de consumo final del gobierno creció 7,5% y las exportaciones disminuyeron 1,7%.

El boom de consumo que presenta la economía ha elevado de manera significativa el nivel de gasto del venezolano medio, ubicándolo al cierre del segundo trimestre del año en 1,5 millones por habitante (anualizado, a valor constante de 1997). Sin embargo, hay que destacar que de mantenerse este ritmo expansivo, en el corto plazo se estarían generando presiones inflacionarias producto de restricciones de oferta, ya que, como antes hemos mencionado, la brecha del producto (diferencia entre el PIB efectivo y el potencial) hace cinco trimestres se ubica en su fase positiva, lo cual implica que desde entonces se está produciendo por encima de la capacidad productiva.

¿Qué ha ocurrido con el Producto Potencial de Venezuela?

Como hemos señalado antes, luego de un largo periodo de estancamiento (precedido por un bajo nivel de inversión bruta fija) la economía venezolana ha experimentado un fuerte crecimiento durante los últimos dos años, acompañado por un repunte en los niveles de inversión total. Sin embargo, más allá de este crecimiento la pregunta que nos planteamos en este artículo es qué tan sostenible es el mismo, es decir ¿cómo ha evolucionado el producto interno bruto potencial (PIBp) del país y qué tan cerca ó alejado se encuentra actualmente el PIB efectivo del potencial?.

El potencial productivo de un país, se refiere al producto que se obtendría de utilizarse plenamente los factores productivos (capital y trabajo), esto es, no habría capital instalado ocioso y el nivel de desempleo en el mercado laboral sería igual a la tasa natural de desempleo. Para el cálculo del PIBp existen diversas alternativas, algunas técnicas se basan en la teoría económica, otras lo estiman usando métodos estadísticos y, por último, tenemos las que combinan elementos de las anteriores.

En nuestro caso, estimamos el PIBp usando un modelo espacio estado mediante la descomposición estructural de la serie de tiempo del producto interno bruto en sus componentes de tendencia y ciclo. En este sentido, se sigue la metodología propuesta por Hodrick-Presscott⁽³⁾, con ciertas variantes. Básicamente, los datos correspondientes al cuarto trimestre de 2002 y primer trimestre de 2003 se excluyeron de la estimación por ser considerados atípicos⁽⁴⁾, y adicionalmente se realizaron varias pruebas sobre la razón ruido-sígnal (λ) para determinar un valor óptimo para la economía venezolana y concluimos que el propuesto para la economía americana (1.600 para data trimestral) resulta bastante satisfactorio para el período entre 1950 y 1977. Sin embargo, asumir este valor para los años posteriores a 1977, como se hace en la metodología de Hodrick-Presscott (H-P), implicaría aceptar que la volatilidad que presenta el producto durante el período entre 1978 y 2006 se atribuye a cambios en el producto potencial.

Para corregir este problema, asumimos un λ de 1.600 para el período 1950 a 1977 y de allí en adelante un λ diez veces superior⁽⁵⁾. Por otra parte, los datos utilizados se encuentran en frecuencia trimestral desestacionalizados para un período comprendido desde el primer trimestre de 1950 hasta el segundo trimestre de 2006⁽⁶⁾.

(3) Hodrick, R. J. and E. C. Prescott (1997). «Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation.» *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29, 1-16.

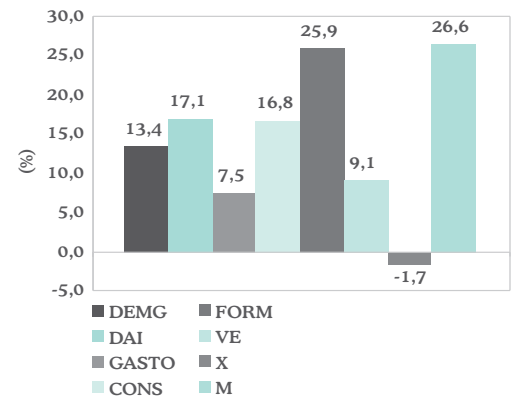
(4) En estos períodos la economía estuvo marcada por un paro general de actividades y la inclusión de esos datos sesgaría la estimación.

(5) Para mayor detalle ver, Rodolfo Méndez (2004), "Medición del Producto Potencial en Latinoamérica: Aumento de la Volatilidad e Inestabilidad Política", Servicio de Estudios Económicos, BBVA-Banco Provincial, Octubre 2004, y la revista "Situación Venezuela, primer trimestre del 2005".

(6) Los datos antes de 1993, se obtienen por interpolación.

Gráfico 3.

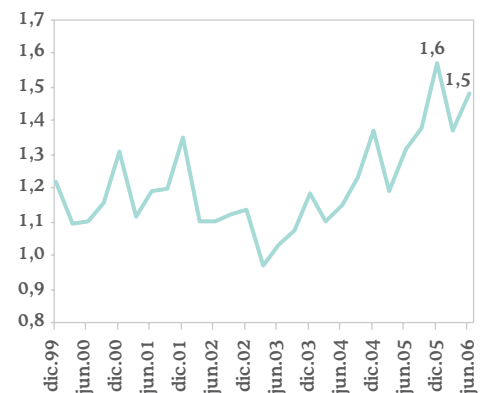
Tasa de variación de la demanda global en el segundo trimestre de 2006 (Trimestre contra trimestre)



Fuente: BCV y cálculos propios

Gráfico 4.

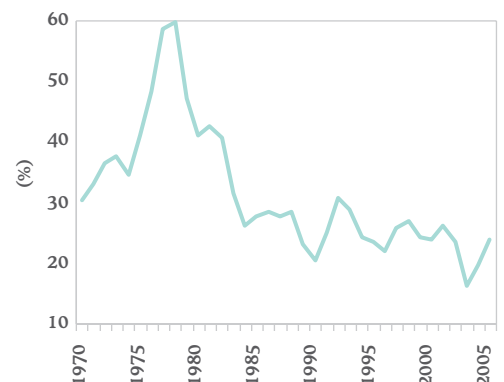
Consumo por habitante anualizado (MM. de Bs. a precios de 1997)



Fuente: BCV y cálculos propios

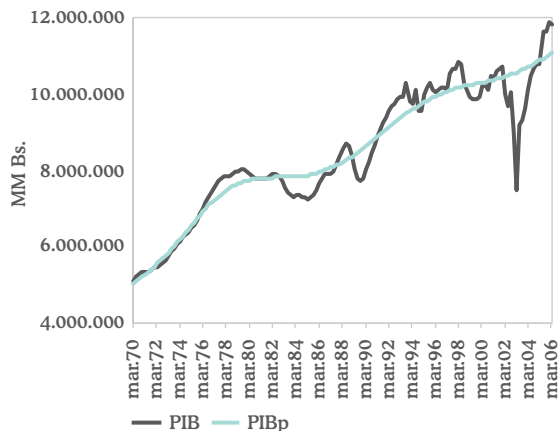
Gráfico 5.

Inversión bruta fija como proporción del PIB (Base 1997)



Fuente: OPSIS y cálculos propios

Gráfico 6.
PIB efectivo vs. producto potencial



Fuente: BCV y cálculos propios

Como puede apreciarse en el gráfico 6, que presenta la evolución del PIB y nuestra estimación del PIB potencial para el período comprendido entre el primer trimestre de 1970 y segundo trimestre de 2006, este último presenta de manera clara cuatro fases: una primera fase de crecimiento sostenido que va desde el primer trimestre de 1970 hasta el cuarto trimestre de 1976, con un crecimiento trimestral promedio respecto del trimestre anterior de 1,3%, una segunda fase que se podría definir como estancamiento, entre el primer trimestre de 1977 y el segundo trimestre del 1984, con un crecimiento promedio de 0,3%, la tercera corresponde a un crecimiento moderado de 0,5%, entre el tercer trimestre de 1984 y el tercer trimestre de 1994, y, por último, una fase de crecimiento un poco más moderado de 0,3% que iría desde el cuarto trimestre de 1994 hasta la fecha.

Por otra parte, como puede observarse en la gráfica del ciclo económico, la fase expansiva que presenta la economía parecía haber alcanzado su cima en el cuarto trimestre de 2005, donde se ubicó 7,7% por encima del potencial (la brecha de producto positiva más elevada desde 1993), iniciando su descenso en el primer trimestre de 2006 donde la brecha del producto se redujo en 1,1% para ubicarse en 6,6%. Sin embargo, se repite el patrón que mostró la economía en el año 2005, con un crecimiento abrupto en el segundo trimestre, ubicando así el PIB efectivo por encima del potencial en aproximadamente 10%.

La evolución reciente de la economía venezolana, indica que de alguna manera hemos subestimado el nivel de producto potencial que podría ser alcanzado, principalmente en el sector de bienes no transables, cuya evolución en los últimos trimestres ha dado muestras de que aún se encontraba con cierta holgura. No obstante, en este sentido debemos destacar la evolución reciente del stock de capital y la fuerza de trabajo. Con relación al primero, la inversión bruta fija como proporción del PIB ha experimentado una recuperación desde su mínimo en el primer trimestre de 2003 (14,2%), hasta alcanzar un promedio para estos últimos trimestres de 21,1%. Por otro lado, contrario a lo que se esperaría en una fase expansiva de la economía, en el mercado laboral se viene observando una migración desde la población económicamente activa hacia la población inactiva, que asumimos esta siendo explicada fundamentalmente por un incremento en el salario de reserva de los agentes producto del incremento en los subsidios directos del sector público. Estos argumentos permiten reforzar nuestra estimación (de índole estadística) de crecimiento para el producto potencial venezolano en el entorno del 4,0% anual ⁽⁷⁾.

Finalmente, hacemos un ajuste al alza de nuestras previsiones, que básicamente apuntaban a un ritmo de crecimiento moderado (5,0%), bajo el supuesto de una expansión de la demanda acorde con un menor ritmo inflacionario como el anunciado por la autoridad monetaria (10,0%), reestimamos el crecimiento del PIB total entre 7,2% y 8,0%, explicado por crecimientos del sector no petrolero de entre 8,8% y 9,4% y por último un crecimiento del sector petrolero de entre 0,8% y 1,2%. Sin embargo, insistimos en el hecho de que, un crecimiento más allá del observado necesariamente generará presiones inflacionarias que implicarían un ajuste de la economía no muy suave, ante lo cual las autoridades deberían estar atentas.

(7) Sobre esto es bueno notar que países como china y chile que mantienen una razón Inversión-PIB de aproximadamente 40% y 30%, estiman su crecimiento potencial en el orden de 10% y 5% respectivamente. En este sentido, es difícil justificar la sostenibilidad de niveles de crecimiento similares a los de China y que casi duplican los de Chile, ya que no parecen existir elementos que indiquen que la productividad total de los factores del país se encuentra muy por encima de la que presentan estos países.

Gasto y Agregados en Expansión

En el marco del régimen monetario definido a partir de la implementación del control cambiario, en febrero de 2003, las limitaciones cambiarias y la expansión del gasto público han impulsado el crecimiento de la cantidad de dinero disponible en la economía, lo cual, en un sentido amplio, se ha expresado en tasas de crecimiento interanuales de la Liquidez Monetaria superiores al 50%.

El año pasado la Liquidez Monetaria creció 52,67% (33,5 en términos reales), asentada en el crecimiento de 39,7% (22,2% en términos reales) de la Base Monetaria.

Como señala el BCV en el informe anual del 2005, las principales incidencias expansivas netas sobre el dinero base durante ese año fueron derivadas de las operaciones internas de PDVSA (Bs. 19,6 Billones), la gestión fiscal del Gobierno Central y del Bandes (Bs. 14,3 Billones, de manera conjunta), mientras que el impacto esterilizador de mayor cuantía descansó en las operaciones cambiarias (Bs. 24,6 Billones), correspondiendo a las operaciones de absorción de la autoridad monetaria el resto del drenaje monetario realizado ese año.

En el transcurso de 2006, el devenir de los principales agregados monetarios de la economía venezolana se ha desenvuelto en un entorno similar al de 2005, mostrando un significativo ritmo de crecimiento impulsado por la expansión del gasto público, en el contexto de una limitada capacidad de esterilización cambiaria que ha acrecentado la presión sobre el Banco Central a fin de mantener un crecimiento monetario en niveles compatibles con las metas de inflación propuestas para el año.

El crecimiento acumulado de la Liquidez Monetaria los primeros siete meses del año fue de 26,4% (15,4% en términos reales), mostrando una expansión nominal de 62,4% en los últimos 12 meses, equivalente a 43,1% en términos reales, que al ser comparada con la tasa de crecimiento real de la actividad económica, significativamente más baja, continua el proceso de creciente monetización experimentado por la economía durante los tres últimos años y aumenta las presiones monetarias sobre el nivel de precios.

El comportamiento de la Liquidez Monetaria ha sido determinado, fundamentalmente, por la evolución de la base monetaria, cuya expansión en el transcurso del año se situó en 19,7% (10,8% en términos reales), acumulando en los últimos doce meses un crecimiento de 49,2% (31,5% en términos reales).

Gasto Público, factor determinante.

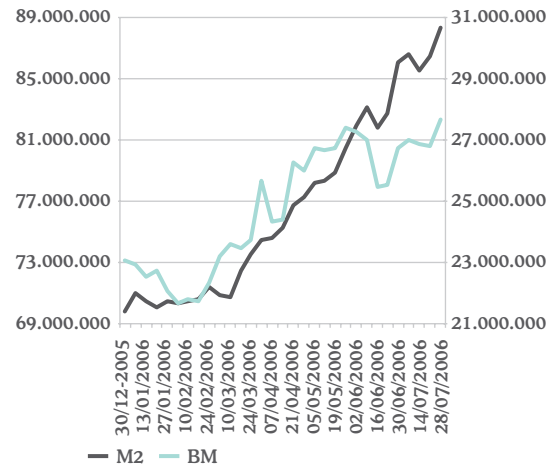
La inyección del gasto público financiada con ingresos fiscales petroleros supone un incremento neto del dinero que circula en la economía venezolana, toda vez que introduce directamente bolívares al torrente de circulación monetaria interna, a diferencia de aquella cuyo financiamiento ha sido hecho a partir de ingresos internos extraídos previamente de la circulación monetaria (básicamente mediante la recaudación fiscal interna y operaciones de endeudamiento).

Por ello, a partir de los estimados de Gasto primario realizado, la recaudación fiscal interna y el efecto monetario neto de las operaciones de endeudamiento público realizadas en un periodo concreto, es posible realizar un ejercicio contable que ofrece una aproximación del impacto de origen fiscal sobre la base monetaria en ese período, contribuyendo a ponderar adecuadamente su significado y ofreciendo elementos de sustento en la formulación de perspectivas de la evolución monetaria en los próximos meses.

Al cierre de Julio, el gasto primario realizado en el transcurso del año¹ se ubicó en el orden de los 51,7 Billones de Bolívares, monto que revela el sesgo expansivo de la política fiscal al ser comparada con el gasto realizado en periodo similar durante el 2005, cifra con respecto a la cual muestra una expansión nominal de 72,9% (54,5% en términos reales). Por otra parte, la recaudación fiscal interna realizada por el SENIAT, acumulada al cierre de julio, ascendió a 29,3 Billones de Bolívares y el

Samir El Jesser
jesser_samir@provincial.com

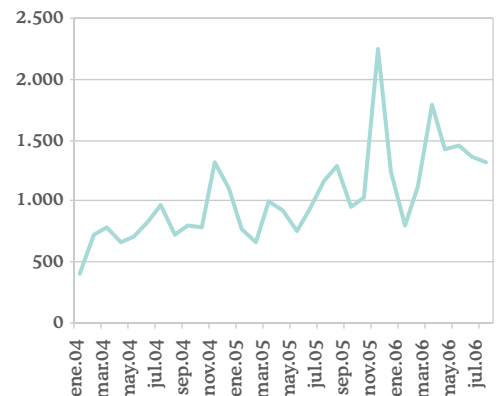
Liquidez (M2) y Base Monetaria (Millones de Bs. corrientes)



Fuente: BCV

Gasto primario mensual del Gobierno Central en términos reales

(MMM de Bs. de 1997)

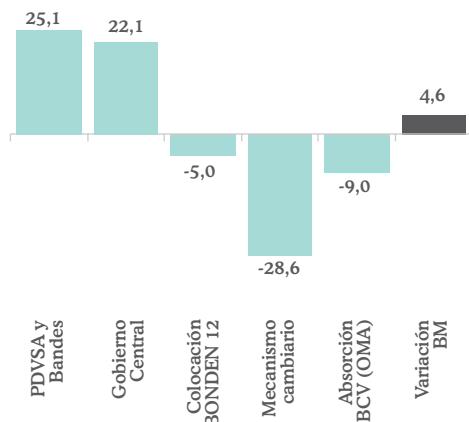


Fuente: BCV y cálculos propios

1 Gasto de Tesorería.

Incidencia monetaria primaria neta en 2006, estimada al cierre de julio

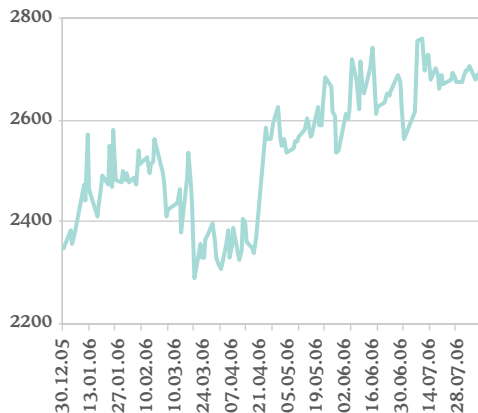
(Billones de Bs.)



Fuente: BCV y cálculos propios

Tipo de cambio implícito en operaciones con ADR Cantv.

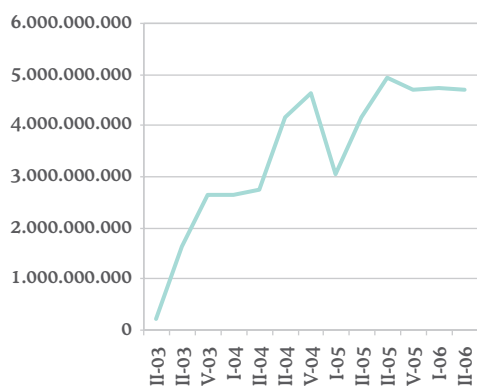
(Bs./US\$)



Fuente: BCV y cálculos propios

Liquidación trimestral de divisas por el BCV*

(MM de Bs.)



Fuente: BCV
* No incluye ALADI

monto neto del endeudamiento mediante la emisión de letras del Tesoro y Bonos de la deuda Pública (emisiones menos vencimientos) mostraba un impacto monetario neutral, inclusive con sesgo positivo, reduciendo el saldo de endeudamiento neto en Bs. 0,3 Billones².

El impacto monetario neto de la gestión fiscal estimado a partir de las magnitudes anteriores estuvo en el orden de 22,1 Billones, lo cual implica un impacto promedio de Bs. 0,42 sobre la base monetaria por cada bolívar de gasto fiscal primario realizado, lo que, expresado de otra forma, indica que la expansión primaria por efecto de la gestión fiscal en el año ha sido de 42% del gasto primario realizado.

La colocación en el mercado interno de títulos de deuda pública denominados en divisas, con efectos contractivos sobre la base monetaria y cuyo uso en la experiencia reciente ha cobrado un significativo mecanismo complementario de drenaje monetario, tomó cuerpo en el año a través de la venta en el mercado interno de Bonos de deuda argentinos (BODEN12) adquiridos previamente por la República, cuya magnitud, en términos del monto colocado en el primer semestre del año, se ubicó en 1.979 Millones de dólares, aproximadamente 5,0 Billones de Bs.

Agregando al impulso monetario antes descrito el impacto monetario neto estimado de la Gestión de Gasto interno de PDVSA y el BANDES, se tiene que la incidencia neta del Sector público sobre el dinero base, incluyendo el efecto esterilizador de las colocaciones de BONDEN12, se ubicó a julio en el orden de Bs. 47,4 Billones, superando en 39,8% el impacto primario neto del 2005.

Esterilización cambiaria reduce su ritmo de flexibilización.

Desde su implantación, en febrero de 2003, el régimen administrado de divisas mostró signos de progresiva flexibilización, sin embargo, la evolución del volumen de divisas liquidadas por el BCV los dos últimos trimestres y particularmente los tres últimos meses del año (Mayo-Julio) ofrece indicios de desaceleración del ritmo de flexibilización de este mecanismo de drenaje monetario, aún cuando el monto de divisas liquidadas en el 2006 se mantiene en niveles superiores - en el orden del 25% -, a los liquidados en igual período del año anterior.

Ello se ha hecho manifiesto en el descenso progresivo de la tasa de variación intertrimestral del saldo de divisas liquidadas, haciendo que el saldo promedio diario de divisas se mantenga en niveles relativamente homogéneos desde agosto del 2005 mostrando, incluso, un sesgo descendente desde mayo. Entre tanto, el comportamiento alcista del tipo de cambio implícito en operaciones financieras referenciales refleja el aumento de presiones de demanda sobre la divisa.

De acuerdo a la información suministrada por CADIVI, el monto de divisas liquidadas por el BCV en los primeros siete meses del año alcanzó los US\$ 13.280,84 Millones³.

El Banco Central y los ajustes de la política monetaria.

En el actual esquema de funcionamiento del sector monetario de la economía, la política del Banco Central ha consistido básicamente en recibir los excedentes monetarios del sistema mediante operaciones de mercado abierto (OMA), fundamentalmente Certificados de depósitos, promoviendo, por una parte, que los niveles de liquidez favorezcan el descenso de las tasas de interés activas incentivando el consumo y la inversión (con lo cual su política se alinea con el objetivo general de la política económica de promoción del crecimiento de la actividad económica interna mediante estímulos de demanda), evitando simultáneamente que las tasas pasivas del sector financiero desciendan, manteniéndose en niveles que incentiven el ahorro (las tasas pasivas mínimas están reguladas) y por otra parte, tratando de mantener niveles de crecimiento monetario compatibles con el ritmo de crecimiento de la actividad, de manera que se minimicen las presiones monetarias sobre el nivel de precios, permitiendo que el esquema de control inflacionario

2 De acuerdo a nuestros cálculos sobre data del BCV, el saldo neto en LT y DPN descendió, 0,17 Billones en las primeras y 0,14 Billones en los segundos.

3 Incluye ALADI.

basado en el anclaje cambiario y los controles de precios sea lo suficientemente efectivo para alcanzar la meta inflacionaria propuesta para el año (inflación promedio de 12% e inflación puntual al cierre de 10%).

Sin embargo, el ritmo de la expansión fiscal, el costo de la política de absorción de recursos y el repunte inflacionario experimentado por la economía entre mayo y julio, han planteado importantes retos a la autoridad monetaria, induciendo ajustes en la implementación y diseño de su política.

El monto de los instrumentos de crédito emitidos por el Banco Central se ubicó al cierre de julio en Bs. 39,4 Billones, incrementando 29,9% el monto neto acumulado en el 2006 de la absorción monetaria por esta vía, sacando de la circulación monetaria Bs. 9,0 Billones. De esta manera, la "burbuja de liquidez" represada en las arcas del ente emisor, al mes de julio, representa con relación a la base monetaria una proporción de 143,0%.

El importante crecimiento de la absorción monetaria del BCV, a pesar del descenso de tasas de sus instrumentos de política monetaria en febrero, plantea un problema básico en cuanto a la continuidad de la política: el costo de su implementación.

Las pérdidas operativas registradas en los estados financieros del ente emisor los primeros meses del año constituyeron una señal de las limitaciones que enfrenta la autoridad monetaria para profundizar la absorción mediante operaciones de mercado abierto, más aún, cuando las normas vigentes restringen la posibilidad de crecimiento de sus activos externos - al tener que entregar al FONDEN el monto que se defina de "reservas excedentes"-, y un nuevo descenso de las tasas de los instrumentos de política monetaria presionaría negativamente la estabilidad alcanzada por las tasas de interés alrededor de los niveles de convergencia inducidos por el BCV.

En este sentido son comprensibles los ajustes en la política monetaria, particularmente en los cambios de la normativa del encaje legal implementados en marzo y julio, con los que se han promovido incrementos en la tasa de encaje efectivo sobre los recursos captados por el sistema bancario nacional, con la intencionalidad implícita de la autoridad monetaria de reducir el volumen de los recursos monetarios absorbidos sujetos a remuneración, incrementando, simultáneamente, el volumen de aquellos no remunerados, trasladando al sistema financiero el costo de la absorción monetaria a través de este mecanismo.

No obstante, más allá de la solución coyuntural al problema de la viabilidad de la política de absorción hasta ahora adelantada por el BCV, su sostenibilidad parece exigir niveles de coordinación fiscal, cambiaria y monetaria más profundos, que hagan consistentes las perspectivas de evolución monetaria con los objetivos económicos propuestos.

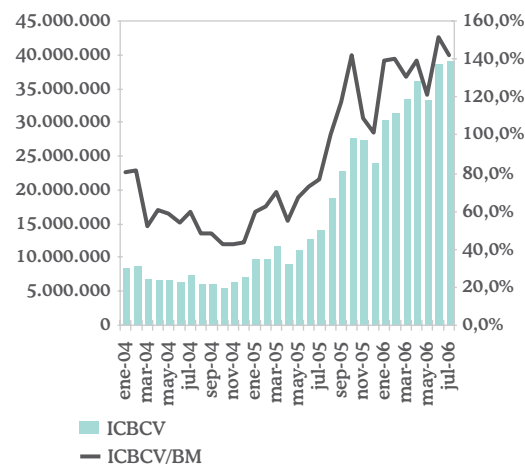
Perspectivas.

La expectativa de un sustancial incremento del Gasto público en la segunda parte del año, congruente con el patrón estacional exhibido en el pasado y apoyado en condiciones externas favorables, seguirá presionando la expansión monetaria, en un entorno que, de acuerdo a la conducta observada de la autoridad monetaria durante el año, incrementa la probabilidad de emisiones de deuda denominada en divisas en el corto plazo y apuntala la necesidad de una mayor flexibilización del régimen de administración de divisas vigente. En esa dirección deben señalarse los avances, hechos públicos por voceros gubernamentales, encaminados hacia una próxima emisión de deuda en el mercado interno con importante efecto de absorción monetaria, la cual se realizaría en septiembre u octubre próximos, consistente en la colocación de mixta de títulos de deuda pública nacional denominada en moneda nacional y títulos de deuda argentina denominada en dólares (BONDEN12).

El escenario base de la evolución monetaria para los próximos meses supone un fuerte impulso expansivo en los principales agregados monetarios que continuará favoreciendo el descenso de tasas de interés y del spread entre las tasas activas y pasivas del sector bancario, manteniendo fuertes incentivos al crédito pero con incremento de las presiones monetarias sobre la inflación.

Instrumentos de créditos emitidos por el BCV (ICBCV)

(MM de Bs. y % de la BM)



Fuente: BCV y cálculos propios

Incidencias del aumento del encaje Legal

Las principales implicaciones esperadas por el cambio en la normativa de requerimientos del encaje legal que deben cumplir los bancos, implementada por el Banco Central de Venezuela desde el mes de julio pasado, indica que el propósito fundamental de la medida ha sido la reducción del costo de la política monetaria, sin limitar, al menos en los próximos meses, el nivel de intermediación crediticia del sector bancario nacional, con lo cual, el ajuste hecho estaría encaminado fundamentalmente a la sostenibilidad financiera de la política de absorción adelantada por la autoridad monetaria y no a la restricción de los mecanismos de expansión de liquidez monetaria con los que normalmente se asocia una medida de esa naturaleza.

Ello es lo que sugiere el análisis de los resultados obtenidos a partir de las simulaciones estocásticas de las Captaciones del Público, las Cesiones Temporales de Activo (CTA) y el volumen de crédito para los próximos meses, así como del monto de requerimientos mínimos de reservas bancarias asociado a las magnitudes estimadas, observando en ese escenario las implicaciones de la medida en términos de los efectos en la intermediación y las tasas de interés, dadas la conducta bancaria óptima y el contexto de la actual coyuntura monetaria.

La Variación del encaje y su efecto esperado.

Junto a las Operaciones de Mercado abierto, el establecimiento de las tasas de descuento y redescuento y la persuasión moral, la determinación de los niveles de requerimientos mínimos de reservas bancarias (Encaje Legal) constituyen los instrumentos generales comúnmente al alcance de los Bancos Centrales.

El incremento del Encaje Legal en la práctica moderna de la Política Monetaria ha sido propio de situaciones en las que se hace imperioso actuar sobre la evolución de la liquidez en la economía. Así que el incremento del encaje obliga inmediatamente a sacar de circulación recursos que de otra manera habrían acrecentado el volumen de los medios de pago de los agentes mediante la intermediación bancaria, es decir, la restricción de los fondos prestables inducida por esta vía restringe la expansión del crédito y con ello el proceso de expansión monetaria inducido mediante el mecanismo de creación secundaria de dinero¹.

El argumento básico sobre el que descansa esta afirmación puede ser ilustrado en un contexto estático, donde a partir del equilibrio en el mercado de créditos, el impacto inmediato de un aumento del encaje obligatorio es reducir el monto de fondos prestables, induciendo un incremento de la tasa de interés activa y una reducción del crédito (Gráfico 1). Sin embargo, en un contexto dinámico en el que el crecimiento de la demanda crediticia ocurre con más lentitud que la expansión de los fondos prestables, el impacto antes descrito es atenuado, e incluso absorbido por la propia dinámica de la oferta y demanda en el mercado de créditos (Gráfico 2)

¹ Cada unidad monetaria prestada por los bancos incrementa el monto agregado de los medios de pago disponibles por los agentes de una economía.

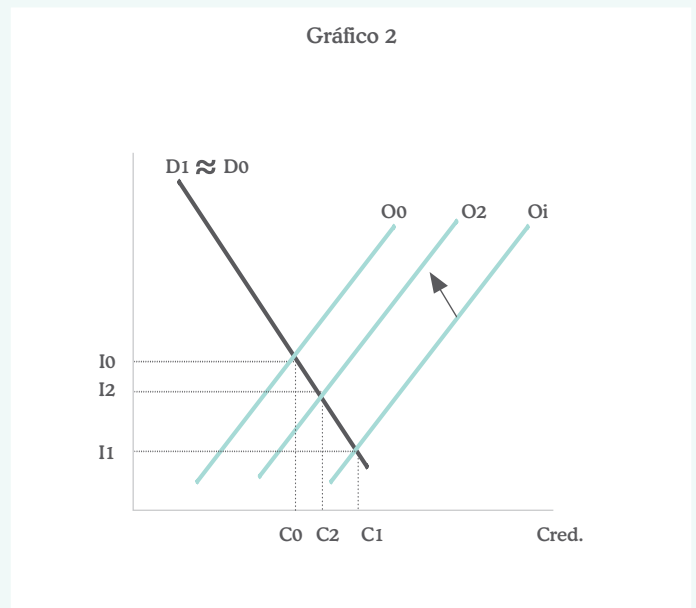


Gráfico 1: El efecto instantáneo de una restricción de fondos prestables sobre el mercado de créditos a partir de la situación de equilibrio definida por el volumen de crédito inicial C_0 , y la tasa de interés I_0 , será encarecer el crédito (aumenta la tasa de interés) y con ello se restringe el volumen de crédito

Gráfico 2: El efecto de una restricción de fondos prestables derivada de incrementar el encaje en un entorno dinámico en el que la rigidez relativa de la demanda es acompañada de importantes expansiones de la oferta de fondos entre períodos consecutivos, atenúa el impacto de la medida sobre las tasas de interés y el volumen de crédito.

El comportamiento de la liquidez y la velocidad de expansión del crédito en la actual coyuntura se aproximan con consistencia al planteamiento mostrado en el gráfico 2, como se mostrará. Así en el contexto proyectado para los próximos meses, la medida es congruente con los objetivos de la autoridad monetaria de mantener las tasas de interés activas del sistema en niveles relativamente bajos y reducir el costo de la política monetaria sin afectar los niveles de intermediación crediticia.

No obstante, debe señalarse que se ha tratado hasta ahora al agragado del sistema bancario como una unidad que

incluye entidades bancarias homogéneas, dado que no es efectivamente así, el impacto agregado esperado deba contar con el efecto ejercido por la medida sobre unidades bancarias con mayor intensidad crediticia, mucho más expuestas al impacto negativo derivado del ajuste del encaje legal sobre sus niveles de intermediación. Sin embargo, en el entorno bancario presente, este efecto debe ser poco significativo.

II. Encaje e intermediación.

Mediante la simulación estocástica de las series de captaciones del público e Inversiones Cedidas, se proyectó la evolución mensual de ambos rubros del pasivo del sistema bancario, a partir de lo cual se estimó el monto de requerimiento de encaje legal mes a mes², hasta el cierre de 2006. Las cifras estimadas permiten esperar expansiones semestrales de 31,8% y 49,0% en las captaciones del público y CTA's, discriminadas mensualmente como se muestra en el cuadro 1, así como el crecimiento del encaje efectivamente realizado (encaje efectivo) al comparar el monto previsto de encaje con el volumen estimado de captaciones totales incluyendo las CTA's.

Cuadro 1
Estimación del Encaje Legal
Agosto - Diciembre 2006
(MM de Bs)

	ago-06	sep-06	oct-06	nov-06	dic-06
Base de Reserva Captaciones	88.064.976	88.064.976	88.064.976	88.064.976	88.064.976
Base de Reserva CTA's	33.478.063	33.478.063	33.478.063	33.478.063	33.478.063
Captaciones Marginales	2.594.980	6.695.857	10.347.008	22.479.787	26.384.656
CTA's Marginales	704.636	3.122.522	4.075.599	6.818.454	13.929.844
Encaje Base de Reserva Captaciones	13.209.746	13.209.746	13.209.746	13.209.746	13.209.746
Encaje Base de Reserva CTA's	2.678.245	2.845.635	3.013.026	3.180.416	3.347.806
Encaje Captaciones Marginales	778.494	2.008.757	3.104.102	6.743.936	7.915.397
Encaje CTA's Marginales	211.391	936.757	1.222.680	2.045.536	4.178.953
Total Encaje	16.877.876	19.000.896	20.549.554	25.179.635	28.651.902
Tasa de Encaje Efectivo	13,5%	14,5%	15,1%	16,7%	17,7%

De igual manera se proyectó el volumen de crédito agregado del sistema bancario, estimándose en el semestre un crecimiento de 37% de la cartera de créditos bruta, con lo cual se evidencia que el incremento estimado del crédito, mes a mes, en el segundo semestre es cubierto por el monto de nuevos fondos prestables proyectados (Captaciones del público menos encaje) hasta finales de año

Cuadro 2
Evolución Prevista de Fondos Prestables y
Crecimiento del Crédito
Montos Acumulados Agosto - Diciembre.

	ago-06	sep-06	oct-06	nov-06	dic-06
Incremento Acumulado de Fondos Prestables	3.070.898	5.941.511	8.497.317	16.990.262	19.723.670
Incremento Acumulado del Crédito	1.328.081	3.718.201	5.496.626	9.160.469	16.752.321
Exceso de Fondos Prestables	1.742.817	2.223.310	3.000.691	7.829.793	2.971.350

² Las Bases de Reservas consideradas en la nueva normativa impuesta son los montos de Captaciones del Público y CTA mantenidos al 15 de Julio pasado. Se han tomado como aproximaciones los montos estimados para el cierre de julio. El encaje de la Base de Reservas de las Captaciones del Público está establecido en 15%. El de la Base de Reservas de CTA fue de 7,5% en julio, experimentando incrementos mensuales de 50 puntos básicos, hasta alcanzar el 15%. Las Captaciones y CTA marginales encajan al 30%.

De acuerdo a lo estimado, el impacto de la medida en los niveles de intermediación del sistema y en las tasas de interés activas será poco significativo, mientras que para el sistema bancario la medida supone un rápido incremento del encaje efectivamente mantenido en el Banco Central, impactando negativamente el margen financiero del sistema Bancario.

III. Impacto de la variación del encaje sobre el monto de Absorción monetaria del BCV.

La implementación de una nueva tasa de encaje legal impone a los bancos de traslación de recursos a las arcas del Banco Central recomponiendo drásticamente la estructura del activo, por lo que siendo racional minimizar su costo la estrategia óptima se consigue desplazando hacia el encaje en el BCV los recursos menos rentables del activo cuya liquidez lo permita. De esta manera la intermediación crediticia se presenta menos vulnerable por la medida, al menos en el corto plazo y en el contexto presente, se estimula la colocación en forma de encaje, recursos eventualmente colocados en certificados de depósitos en el BCV, cuyas tasas de rendimiento son relativamente menores a la del crédito no regulado.

La variación del requerimiento de reservas bancarias inducida por la nueva norma para el cálculo del encaje, con respecto a la modalidad de cálculo previa, significaría la traslación de recursos drenados en OMA hacia el encaje requerido equivalente a las cantidades se muestran en el Cuadro 3. En términos estáticos, es decir, sin considerar la evolución en el tiempo del volumen de excedentes monetarios del sistema colocados en el BCV ello representaría, proporcionalmente, una reducción del monto absorbido por la autoridad al cierre de Julio, cercana al 15% a finales de año

Cuadro 3
Incremento del Encaje Inducido
y su Impacto Estático Sobre el Monto
de Absorción Monetaria del BCV (Jul-06)

	ago-06	sep-06	oct-06	nov-06	dic-06
Diferencia de encaje inducida (MM de Bs.)	494.942	1.472.757	2.163.391	4.394.736	6.047.175
% de la absorción BCV al 31/7/06	1,2%	3,6%	5,3%	10,9%	14,9%

Estimando el volumen de excedentes monetarios asociado al volumen de captaciones a partir de la relación lineal entre ambas variables, el drenaje por la variación del encaje efectivo significaría una reducción de 11,0% del monto de la absorción del BCV mediante la emisión de instrumentos de crédito al cierre del año 2006.

De esta manera, el impacto del ajuste del encaje legal no parece comprometer en el corto plazo los niveles de intermediación y tasas de interés activas del sistema, pero reduce el costo de la política de absorción del BCV, trasladando al sistema bancario parte del mismo, al inducir la recomposición del activo bancario de manera que se reduzca el monto colocado en instrumentos de crédito emitidos por la autoridad monetaria e incrementando simultáneamente los fondos colocados en sus arcas en forma de reservas obligatorias no remuneradas.

Presiones Inflacionarias *in crescendo*.

El repunte de la inflación durante los meses de mayo (1,6%), junio (1,9%) y julio (2,4%), dificulta el cumplimiento de la meta inflacionaria prevista por el Banco Central de Venezuela para el año 2006 (entre 10% y 12%). De hecho, para no sobrepasar el límite superior, la variación acumulada del índice de precios al consumidor no debe superar 3,65% en los meses restantes del año, una cifra no observada en Venezuela desde 1983.

Si bien durante el segundo trimestre del 2006, la variación acumulada de este indicador (4,15%) se mantuvo 0,36 puntos porcentuales por debajo del promedio observado para similar periodo entre los años 2000-2005 (4,51%), esta cifra contrasta con la variación observada durante el primer trimestre (1,33%) que se mantuvo 3,89 puntos porcentuales por debajo del promedio de los últimos 6 años (5,22%). Por su parte, la inflación núcleo, indicador que excluye el comportamiento de los alimentos no elaborados y rubros sujetos a controles de precio, registró una variación en el segundo trimestre de 2,81%, manteniéndose 1,86 puntos porcentuales por debajo del promedio 2000-2005, en tanto que durante el primer trimestre (con una variación de 3,20%) esta diferencia resultó inferior en 4,14 puntos porcentuales.

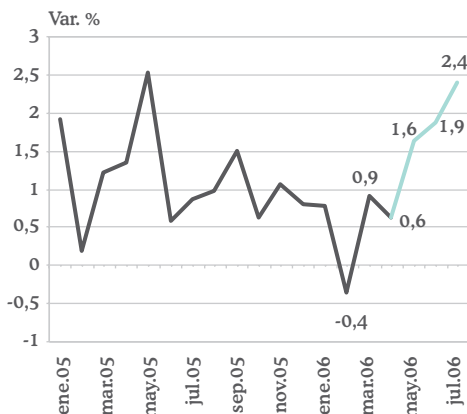
La brecha observada entre las variaciones del núcleo y el índice de precios durante el segundo trimestre, se asocia principalmente con la evolución registrada por el grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas, que presentó una variación negativa de 3,6% en el primer trimestre y posteriormente presentó un repunte de 11%, convirtiéndose de este modo en el único grupo con una variación superior al promedio registrado por el índice de precios.

La evolución histórica del grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas (y de la inflación en general) exhibe fluctuaciones interanuales que se repiten más o menos de forma regular. Esta recurrencia en el comportamiento de una serie de tiempo es llamada estacionalidad. Es atribuida principalmente al efecto sobre las actividades socioeconómicas que ejercen las estaciones climatológicas, festividades religiosas (por ejemplo Navidad) y eventos institucionales con fechas relativamente fijas (por ejemplo, el comienzo del año escolar). Por otro lado, el grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas posee la ponderación más importante dentro de la canasta utilizada para medir el nivel de precios de la economía, representando aproximadamente el 25% de la misma. De hecho, al cierre del primer semestre del año, cerca del 36% de la variación acumulada en el índice de precios estuvo explicada por las variaciones en el grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas, coincidiendo, de acuerdo a nuestras estimaciones, con una intensificación del patrón estacional observado a partir de los años 2005 y 2006.

Esta intensificación del patrón estacional se encuentra relacionada con el comportamiento del sector de bienes de procedencia agrícola, con el cual la inflación en el grupo de alimentos y bebidas no alcohólicas comparte una correlación de sus fluctuaciones estacionales de 0,86¹, y cuya variación durante los primeros trimestres del año resultó notablemente distinta a la observada en el periodo 2000-2005.

Por otro lado, si descomponemos el comportamiento de la inflación entre los rubros sujetos a controles de precios y los no controlados, observamos que los primeros tuvieron un incremento gradual en sus precios, registrando un aumento de 2,3% en el primer trimestre y 1,9% en el segundo trimestre, lo cual permitió cerrar el primer semestre del año con una inflación de 4,3%, (cifra inferior en 1,2 puntos porcentuales a la inflación general). Los alimentos no sujetos a controles, sin embargo, experimentaron un fuerte repunte durante el segundo trimestre (6,3%), luego de culminar el primer trimestre con una inflación de 0,4%, lo cual permitió que este grupo cerrara el primer semestre del

Gráfico 1.
Inflación, variación mensual



Fuente: BCV

Gráfico 2.
Influencia estacional

Mes	Alimentos y Bebidas No Alcohólicas	Bienes Agrícolas
Enero	+	+
Febrero	-	-
Marzo	-	-
Abril	-	-
Mayo	+	+
Junio	-	+
Julio	+	+
Agosto	-	-
Septiembre	-	-
Octubre	+	+
Noviembre	+	+
Diciembre	-	-

Fuente: Cálculos propios

(1) Se utilizó la metodología X12 para descomponer la serie en su tendencia y en sus factores estacionales.

año con una inflación de 6,7% (cifra superior en 1,2 puntos porcentuales a la inflación general en el mismo periodo).

En general, el comportamiento de los bienes de procedencia agrícola (los cuales en su mayoría no poseen controles de precios), resultó determinante en el repunte y aceleración del índice agregado. No obstante, es bueno destacar que para el primer semestre del año la inflación acumulada del núcleo alcanzó el 6,1%, cifra superior a la registrada por el índice de precios durante este periodo (5,5%).

Adicionalmente, otro factor que ha incidido en el comportamiento de la inflación es el menor dinamismo de liquidación de divisas asociado al comportamiento de CADIVI². En ese sentido, el incremento en el monto de divisas otorgadas al sector privado (respecto al 2005), fue superior en el primer trimestre del año (58,9%) en comparación con el segundo trimestre (14,4%), particularmente producto de una caída de 18,3% en el monto liquidado durante el mes de abril de 2006. Este comportamiento, más que obedecer a una reducción en la demanda de divisas, parece estar relacionado con un mayor celo de parte de CADIVI en su función de contraloría. Sin embargo, dado el repunte actual de las cifras de inflación y el impacto que posee el mecanismo de entrega de divisas sobre los costos y márgenes de comercialización, podría ser conveniente, a fin de mantener el objetivo de estabilidad de precios del ente emisor, que algunas rigideces presentes en el mercado cambiario sean progresivamente superadas.

Otra dimensión de la inflación que mencionaremos en el presente artículo, tiene que ver con la distribución de su impacto en los distintos estratos socioeconómicos de la población venezolana. En ese sentido, destaca que la brecha acumulada entre los sectores de mayores ingresos y los de menores ingresos se haya incrementado en el segundo trimestre del año, al pasar de 0,7 puntos porcentuales en el primer trimestre a 2,6 puntos porcentuales al cierre del mes de junio. Evaluada en periodicidad semestral, la inflación acumulada en los sectores de mayores ingresos se ubicó en 8,7% frente a 5,3% en los sectores de menores ingresos, y si bien esta brecha se sitúa en 3,4 puntos porcentuales, la diferencia registrada entre la inflación en los sectores de menores ingresos y el índice general (0,2 puntos porcentuales) podría evidenciar que la efectividad de los subsidios en el sector de alimentos vía Mercal se ha visto reducida en el transcurso del año.

Para ofrecer, sin embargo, una explicación más completa de los elementos que han podido incidir en el comportamiento de la inflación en Venezuela, es necesario evaluar tanto los factores por el lado de la oferta como por el lado de la demanda, y, en ese sentido, destaca el fuerte impulso de las presiones fiscales y monetarias que han estado presentes en el transcurso del año.

En nuestra opinión, el origen de las presiones inflacionarias del presente se encuentra en la fuerte expansión del gasto fiscal y su impacto sobre los agregados monetarios³. Solo en materia de gasto, por ejemplo, destaca que durante el primer semestre del año éste se haya situado en términos reales 62,38% por encima del nivel alcanzado en el mismo periodo del año previo, representando así el 63,13% del gasto total al cierre del año 2005. Por otro lado, el comportamiento del gasto fiscal evaluado en periodicidad trimestral, señala incrementos en términos reales de 53,4% y 70,7% para el primer y segundo trimestre, en comparación con similares periodos del año 2005 respectivamente.

Para ilustrar la magnitud de esta evolución, conviene destacar que la Ley de Presupuesto del 2006 establecía una estimación para el gasto al cierre del año de aproximadamente un 30,5% del PIB (87 billones de Bs.), lo cual suponía una reducción de 0,4 puntos porcentuales respecto al gasto del 2005, sin embargo, al incorporar el monto total

(2) Comisión de Administración de Divisas

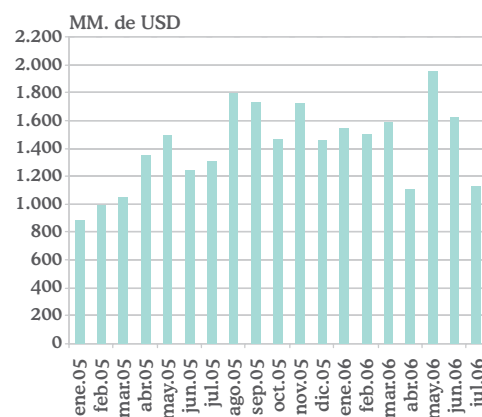
(3) Es bueno aclarar que el PIB nominal es un resultado endógeno con relación al nivel de gasto, por lo que ex post este indicador sirve más al propósito de establecer el peso del sector público en la economía que para determinar la dinámica inflacionaria.

Gráfico 3.
Inflación por grupos

Var. %	I Trimestre		II Trimestre	
	Promedio 2000-2005	2006	Promedio 2000-2005	2006
IPC	5,22	1,33	4,51	4,15
Alimentos y bebidas no alcoholicas	3,91	-3,56	6,76	10,98
Bienes agrícolas	-2,59	-18,60	11,44	29,78

Fuente: BCV y cálculos propios

Gráfico 4.
Divisas liquidadas por el BCV



Fuente: BCV y cálculos propios

Gráfico 5.
Gasto central presupuestario

	Billones de Bs.	% PIB
PIB 2006	285,6	100,0
Gasto Total Presupuestado 2006	87,0	30,5
Creditos Aprobados 1Q06	17,8	6,2
Creditos Aprobados 2Q06 (Escenario Base)	17,8	6,2
Gasto Total 2006 (Escenario Base)	122,7	43,0
Creditos Aprobados 2Q06 (Escenario 1)	8,9	3,1
Gasto Total 2006 (Escenario 1)	113,8	39,8
Creditos Aprobados 2Q06 (Escenario 2)	26,8	9,4
Gasto Total 2006 (Escenario 2)	131,6	46,1

Fuente: ONAPRE y cálculos propios

de créditos adicionales aprobados por la Asamblea Nacional durante el primer semestre (17,8 billones de Bs.) y asumiendo constante el PIB nominal, esta proporción se situaría en 36,7%⁴. En ese sentido, resulta relevante el comportamiento que tendría la potencial aprobación de créditos adicionales durante el segundo semestre del año, ya que de alcanzar éstos un 50% de los aprobados durante el primer semestre (Gráfico 5 Escenario 1), elevarían a cerca de 40% el monto total del gasto expresado en términos de PIB nominal para el cierre del año.

Finalmente, es necesario considerar el hecho de que el crecimiento de la economía venezolana se encuentra por encima de su nivel de largo plazo o potencial⁵, lo cual, de acuerdo con la teoría, es posible sólo con una sobre utilización de los factores económicos. Esta condición (que sólo es posible en el corto plazo) presiona al alza la remuneración real de dichos factores, y por tanto, del nivel general de precios de la economía. Es previsible por tanto, que este comportamiento inflacionario se mantenga durante el periodo en que el PIB de nuestra economía se encuentre por encima de su tendencia.

(4) Remitimos al lector al artículo "Gasto y Agregados en Expansión" que encontrará en la edición actual de la revista Situación Venezuela.

(5) Véase el artículo "Continúa la expansión económica" en la presente edición.

3. Artículos

¿Es válida la Curva de Phillips en los países petroleros?

Rodolfo Méndez
rodolfo.mendez@grupobbva.com

Curva de Phillips

Una de las regularidades macroeconómicas más estudiadas y con mayores consecuencias prácticas es la Curva de Phillips, que en su versión más popular postula que un incremento de la “brecha del producto” genera un aumento de la tasa de inflación.

El término “brecha del producto” se refiere aquí, como es usual, al diferencial entre el Producto Interno Bruto (PIB) y el Producto Potencial, siendo este último el nivel máximo del PIB que resulta sostenible a largo plazo dada la disponibilidad de factores productivos del país o región considerada (maquinarias, mano de obra, etc).

Economías exportadoras de petróleo

Esta popular hipótesis encuentra dificultades a la hora de intentar dar cuenta de la dinámica macroeconómica que se producido en los países exportadores de petróleo, debido a la prolongada elevación que han experimentado los precios de esta materia prima en años recientes.

Tomemos como ejemplo a Venezuela, dada su doble condición latinoamericana y petrolera. El PIB de este país se ha incrementado a un extraordinario ritmo durante el período considerado, gracias al impulso de la histórica expansión del gasto público que ha posibilitado el elevado nivel de los ingresos fiscales de origen petrolero. Este fuerte crecimiento económico fue facilitado inicialmente por la amplia disponibilidad de factores productivos con que contaba la economía venezolana a principios de 2003 (alto desempleo y elevados niveles de capacidad instalada ociosa). Sin embargo, en la actualidad el PIB ya ha superado ampliamente al Producto Potencial (que ha permanecido prácticamente estancado por décadas debido a los escasos niveles de inversión).

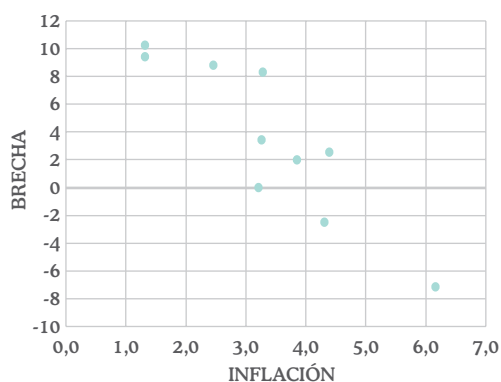
En definitiva, es claro que la expansión de la economía venezolana, que ha sido impulsada por el ascenso del precio promedio de su cesta de exportación petrolera, ha significado un incremento continuo y prolongado de la brecha del producto, pasando de valores negativos a principios de 2003 hasta valores ampliamente positivos a inicios de 2006. Y, sin embargo, en franca contradicción con la Curva de Phillips, desde 2003 la inflación ha seguido una senda marcadamente descendente.

Estimaciones econométricas con datos que abarcan el período 1975-1 a 2005-4 (ver apéndice técnico para los detalles metodológicos) muestran que la ausencia de Curva de Phillips durante la reciente fase ascendente del precio del petróleo no es excepcional, sino que constituye un rasgo característico de la economía venezolana durante al menos los últimos 30 años. Los gráficos siguientes sintetizan los principales resultados de estas estimaciones (mostrando la respuesta media y un intervalo de confianza de 2 errores estándar). El primer gráfico representa el *shock* petrolero medio (un ascenso inicial de 12% que persistente en el tiempo) y los siguientes muestran la respuesta a este *shock* de:

- El tipo de cambio real: que experimenta una leve depreciación inicial, probablemente asociada a un repunte de la inflación en Estados Unidos, que se revierte casi de inmediato, dando paso a una apreciación persistente, a pesar del anclaje cambiario nominal.
- La inflación: que experimenta una persistente reducción, asociada al anclaje y al repunte de las importaciones (que suplen el exceso de demanda y actúan con principal mecanismo de esterilización monetaria)
- El PIB muestra una reacción inicial insignificante, para iniciar el trimestre siguiente al *shock* un prolongado recorrido ascendente que tiende a revertirse a largo plazo.

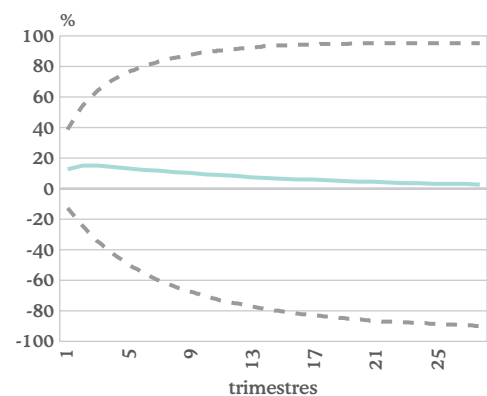
Inflación y brecha del producto en Venezuela

(datos del período 2003:4 - 2006:1)



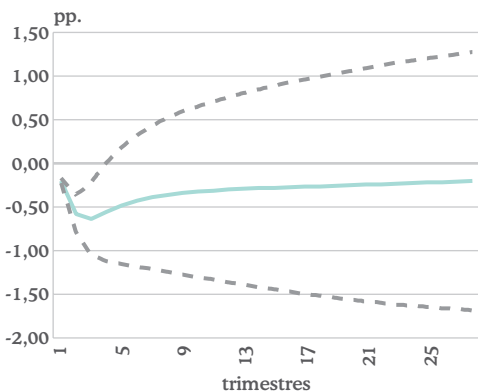
Fuente: Banco Central de Venezuela y cálculos propios

Shock petrolero típico



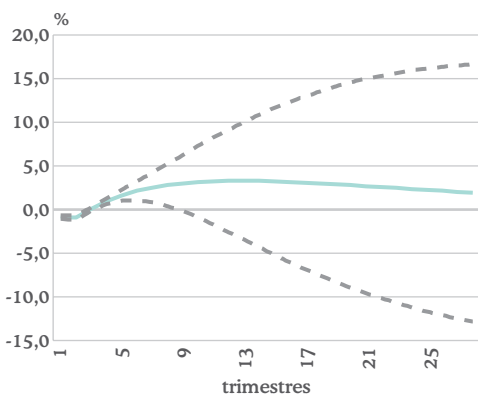
Fuente: Cálculos propios

Respuesta de la inflación



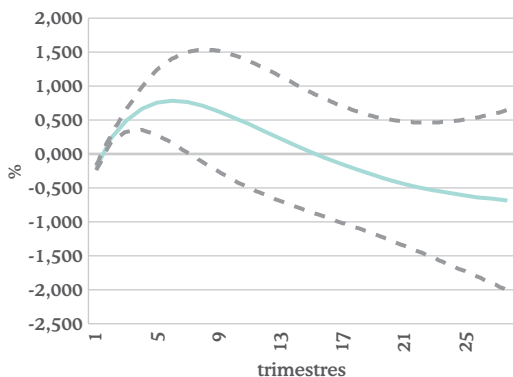
Fuente: Cálculos propios

Respuesta del tipo de cambio real



Fuente: Cálculos propios

Respuesta del PIB



La clave

La clave para explicar esta dinámica parece encontrarse en el hecho de que ante un incremento persistente del precio del petróleo, al mismo tiempo que el Gobierno reacciona expandiendo el gasto público (efecto riqueza), también suele responder anclando el tipo de cambio nominal, en parte para evitar la apreciación nominal de la moneda doméstica, y relajando las restricciones a la adquisición de divisas, incentivando la expansión del volumen de importaciones (que cubriría el exceso de demanda y actuaría como principal mecanismo de esterilización monetaria) y finalmente induciendo la reducción del ritmo inflacionario.

Apéndice: metodología econométrica

Se estimó¹ un modelo de vectores autorregresivos (VAR en forma reducida) con cuatro variables: precio del barril de crudo WTI (expresado en dólares a precios constantes), producto interno bruto real desestacionalizado, inflación (a partir del IPC desestacionalizado) y tipo de cambio real (expresado de tal modo que su incremento representa una apreciación de la moneda doméstica). Esto es²,

$$\begin{pmatrix} LWTI_t \\ LY_t \\ DLP_t \\ LTCR_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} b_{10} \\ b_{20} \\ b_{30} \\ b_{40} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} b_{111} & b_{121} & b_{131} & b_{141} \\ b_{211} & b_{221} & b_{231} & b_{241} \\ b_{311} & b_{321} & b_{331} & b_{341} \\ b_{411} & b_{421} & b_{431} & b_{441} \end{pmatrix} \times \begin{pmatrix} LWTI_{t-1} \\ LY_{t-1} \\ DLP_{t-1} \\ LTCR_{t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{LWOT,t} \\ \varepsilon_{LY,t} \\ \varepsilon_{DLP,t} \\ \varepsilon_{TC,t} \end{pmatrix}$$

Donde,

$$\begin{pmatrix} \varepsilon_{LWOT,t} \\ \varepsilon_{LY,t} \\ \varepsilon_{DLP,t} \\ \varepsilon_{TC,t} \end{pmatrix} \sim N(0, \Sigma)$$

A partir de la forma reducida así estimada, se identificó un modelo estructural (VAR estructural) que permitiera separar los errores de pronóstico (el vector ε_t) en *shocks* o innovaciones puras (el vector μ_t) asociados a cada una de las variables del modelo, mediante el siguiente esquema:

$$\underbrace{\begin{pmatrix} \varepsilon_{LWOT,t} \\ \varepsilon_{LY,t} \\ \varepsilon_{DLP,t} \\ \varepsilon_{TC,t} \end{pmatrix}}_{\varepsilon_t} = \underbrace{\begin{pmatrix} c_{11} & 0.0 & 0.0 & 0.0 \\ c_{21} & c_{22} & 0.0 & 0.0 \\ c_{31} & c_{32} & c_{33} & -0.4 \\ c_{41} & c_{42} & c_{43} & c_{44} \end{pmatrix}}_C \times \underbrace{\begin{pmatrix} \mu_{LWOT,t} \\ \mu_{LY,t} \\ \mu_{DLP,t} \\ \mu_{LTCR,t} \end{pmatrix}}_{\mu_t}$$

Donde el coeficiente de -0,4 impuesto sobre el impacto del tipo de cambio real en la inflación, es una medida aproximada del efecto de un incremento del tipo de cambio nominal (apreciación nominal de la moneda doméstica) sobre el nivel de precios.

Finalmente, los c_{ij} se estimaron por máxima verosimilitud sujetos a la siguiente restricción:

$$\Sigma = \begin{pmatrix} \sigma_{11}^2 & \sigma_{21}^2 & \sigma_{31}^2 & \sigma_{41}^2 \\ \sigma_{21}^2 & \sigma_{22}^2 & \sigma_{32}^2 & \sigma_{42}^2 \\ \sigma_{31}^2 & \sigma_{32}^2 & \sigma_{33}^2 & \sigma_{43}^2 \\ \sigma_{41}^2 & \sigma_{42}^2 & \sigma_{43}^2 & \sigma_{44}^2 \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} c_{11} & 0.0 & 0.0 & 0.0 \\ c_{21} & c_{22} & 0.0 & 0.0 \\ c_{31} & c_{32} & c_{33} & -0.4 \\ c_{41} & c_{42} & c_{43} & c_{44} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} c_{11} & c_{21} & c_{31} & c_{41} \\ 0.0 & c_{22} & c_{32} & c_{42} \\ 0.0 & 0.0 & c_{33} & c_{43} \\ 0.0 & 0.0 & -0.4 & c_{44} \end{pmatrix} = CC'$$

¹ Se utilizó el procedimiento bayesiano de estimación basado en la previa de Minnesota (con hiperparámetros seleccionados en función de minimizar el error cuadrático medio de los pronósticos fuera de la muestra), tal como está implementado en el software RATS.

² El modelo estimado efectivamente tiene dos rezagos (que es el óptimo de acuerdo al Criterio de Akaike), pero se optó por representarlo gráficamente con un solo rezago para facilitar la visualización.

Stock de capital humano y rendimiento de la educación

El potencial de producción de una economía viene dado por el stock de factores productivos y la productividad con que son usados dichos factores. En el Situación Venezuela anterior se presentó nuestra estimación del stock de capital fijo ajustado por retiros y obsolescencia. En el actual, presentamos la estimación del stock del factor trabajo obtenido a partir de un ajuste por calidad de las series de población económicamente activa (PEA) y empleo.

La contribución que los trabajadores pueden hacer a la generación del producto claramente depende de las habilidades y conocimientos que disponen dichos trabajadores. De manera que si disponemos de información sobre el tamaño de la PEA y el porcentaje de esa PEA empleada (como efectivamente tenemos), una adecuada cuantificación de la contribución de los empleados al producto efectivo y de la PEA al producto potencial supone ajustar las series de empleo y PEA por habilidades y conocimientos.

Una variable que resume, o al menos aproxima, estas habilidades y conocimientos es la escolaridad promedio de la población empleada y en la PEA. Ahora bien, ¿cómo podemos cuantificar la contribución de la escolaridad a la productividad de los trabajadores?. Asumiendo competencia perfecta, los aumentos de productividad deberían reflejarse en el salario real, por lo que en una regresión de los salarios reales con base en los años de escolaridad de los empleados, el coeficiente asociado a los años de escolaridad nos daría una estimación de la rentabilidad de la educación y de su productividad. Esto es lo que propone Mincer (1974) en su ya famosa ecuación

$$(1) \log(w_i) = \alpha + \beta_0 S_i + \beta_1 X_i + \beta_2 X_i^2 + \varepsilon_i$$

Donde w es el salario real, S los años de escolaridad, X la experiencia laboral y ε es una perturbación estocástica con media 0 y varianza σ^2 .

La situación ideal para estimar esta ecuación sería disponer de un panel de datos para las variables consideradas, vale decir observaciones de dichas variables para diferentes individuos en diferentes momentos en el tiempo. Esto permitiría modelar de forma desagregada el nivel de escolaridad alcanzado por los individuos del panel. Por ejemplo, introduciendo cohortes efectivas a través del tiempo, a fin de estimar los premios asociados a la obtención de títulos (efecto *sheepskin*) que actúan como señales para el mercado laboral. Igualmente, el panel permitiría controlar por variables omitidas (de índole temporal y comunes a todos los individuos, o de índole espacial y constantes en el tiempo), con métodos como efectos fijos, efectos aleatorios o para modelos dinámicos de panel.

Alternativamente, la incorporación de señales a la ecuación original de Mincer se puede realizar con base en datos de corte transversal usando cohortes artificiales, como en el estudio de Sapelli (2003). Lamentablemente, en Venezuela no contamos con encuestas recientes que nos permita relacionar el logaritmo de los salarios o ingresos individuales con la educación, la experiencia laboral y alguna otra variable relevante.

Por lo que nuestro objetivo de ajustar el empleo y la fuerza de trabajo por productividad, nos obliga a una estimación agregada de la ecuación de Mincer, usando métodos para series temporales. Concretamente, el modelo que estimaremos viene dado por la siguiente ecuación

$$(2) \log(w_t) = \alpha + \beta_0 S_t + \beta_1 \log(pib_t) + \beta_2 \log(emp_t) + \varepsilon_t$$

Gráfico 1.

Logaritmo del salario real

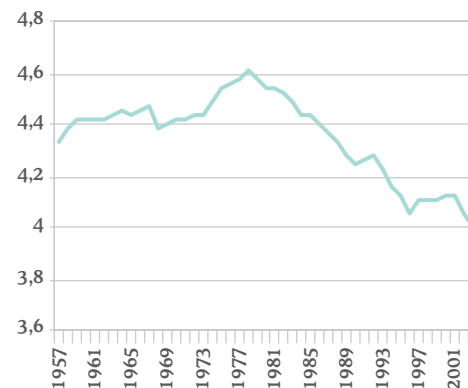


Gráfico 2.
Escolaridad promedio

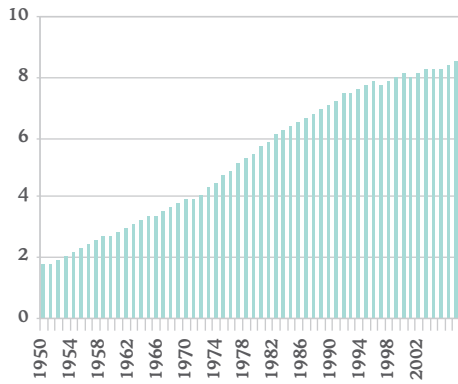
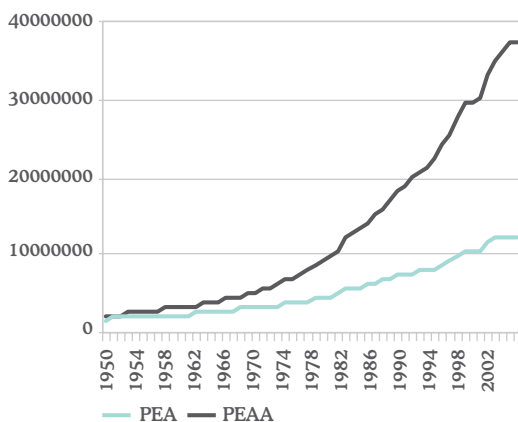


Tabla 1
Variable dependiente: logaritmo del salario real (log(w))

Variable	Coefficiente	P-valor
Constante	15.81433680	0.00011778
S_t	0.13181841	0.05177696
log(pib _t)	2.35490978	0.00000002
log(emp _t)	-2.41175597	0.00000000

Gráfico 3.
PEA y PEA ajustada



Donde t indica el tiempo y se han agregado el producto y el empleo como variables de control.¹ Debido a que es fácil suponer simultaneidad entre estas variables y el salario promedio, la ecuación (2) se estima con el método de variables instrumentales.

Los problemas principales de la anterior especificación son que no podemos controlar por características específicas de los individuos (como habilidades no adquiridas con la educación) y que obtenemos un parámetro para la rentabilidad de la educación que en realidad es un promedio para el periodo considerado, vale decir no observamos como evoluciona dicho parámetro en el tiempo. Podríamos intentar medir el rendimiento de la educación para diferentes submuestras o periodos, sin embargo la pérdida de grados de libertad que esto implicaría le restaría significación a los resultados.

La estimación de la ecuación (2) para el periodo 1958-2003 nos da un rendimiento para la inversión en educación de 14,4%, bastante cercano a la estimación de Sapelli para Chile con un modelo clásico de ecuación de Mincer para 1998 (13,2%). No obstante, dada la baja significación del parámetro de interés, hacemos un ejercicio de estimación bayesiana de la ecuación (2).²

Los resultados de esta estimación se presentan en la Tabla 1, donde se observa que los mismos además de tener el signo y una dimensión acorde con lo esperado, tienen una aceptable significación.

Ajuste por calidad de la fuerza de trabajo y el empleo

Una vez determinada la rentabilidad de la educación en Venezuela para el periodo considerado, el siguiente paso consiste en usar dicha tasa de retorno para ajustar las series de fuerza de trabajo y empleo. Por ejemplo, en el caso de la población económicamente activa (PEA) multiplicamos la serie original por e^{rt} , donde r es la tasa de retorno de la inversión en educación y t los años de escolaridad o dedicados a educarse

$$PEA \text{ ajustada} = PEA * e^{0,1318t}$$

En las gráficas 3 y 4 se presenta la evolución de la población económicamente activa y el empleo con y sin ajustar para el periodo 1950-2005. Como cabría esperar, al aumentar dramáticamente durante el periodo considerado la escolaridad de la población, las series ajustadas por calidad presentan una mayor inclinación (crecimiento) que las series sin ajustar.

Pero el nivel de las variables ajustadas (una aproximación al stock de capital humano en este caso) no nos proporciona mayor información. Más interesante que las anteriores gráficas es estudiar la dinámica de estas variables, comparando las tasas de crecimiento de la PEA y el empleo con y sin ajuste por calidad para diferentes periodos. Al hacerlo en la Tabla 2, encontramos que si bien ciertamente la dinámica de las series definidas considerando la educación de los individuos es siempre mayor, este dinamismo pierde vigor, ya que el ritmo de adquisición de habilidades y conocimientos de la población (al menos medido por la escolaridad promedio) se ha ido reduciendo, particularmente en las últimas dos décadas. Esta desaceleración, junto con la aun

¹ La serie de escolaridad promedio para el periodo 1950-2005 se toma de Palacios, Puente y Gómez (2005), quienes se basan en estadísticas de los censos de población de 1950, 1961, 1971 y 1981 del Instituto Nacional de Estadísticas (INE), y en datos anuales publicados por el mismo Instituto desde 1981. La serie de salarios promedio se estima con base en las estadísticas de remuneración a empleados y obreros y de empleo de las cuentas nacionales publicadas por el banco central de Venezuela para el periodo 1950-2003.

² Se establece distribución a priori Normales independientes para cada uno de los parámetros de regresión, las cuales en el caso de α , β_1 y β_2 son difusas (varianza arbitrariamente amplia), pero que en el caso de b_0 sí resulta informativa, teniendo por media precisamente el valor del parámetro de retorno estimado por Sapelli para Chile (13,2%), y con una varianza que está en proporción 3 / 1 a la varianza observacional estimada por máxima verosimilitud (σ^2), más específicamente la varianza a priori de β_0 fue fijada en $3\sigma^2/\lambda^2$. Dado que la distribución se asume Normal, las distribuciones a posteriori (que resultan de la aplicación del teorema de Bayes) para cada uno de los parámetros es también Normal, y sus respectivas medias constituyen nuestras estimaciones puntuales para los correspondientes parámetros, que en el caso del parámetro β_0 es de 0,1318.

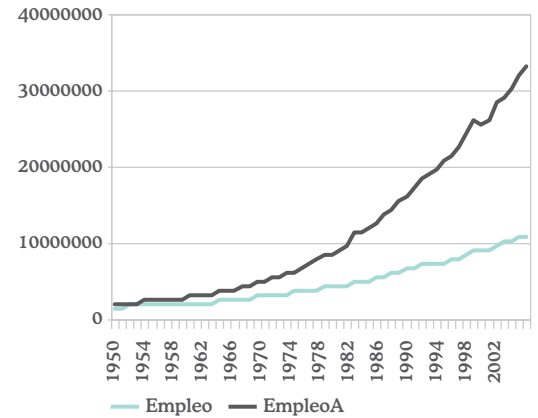
mayor mostrada en el Situación Venezuela anterior para el stock de capital, dan buena cuenta del prolongado estancamiento de la economía venezolana.

La otra dimensión que usualmente complementa esta explicación es el desempeño de la productividad. Pero ésta, usualmente también se estima en forma residual al sustraer las tasas de crecimiento del capital y el trabajo (o capital físico y humano, en el mejor de los casos) de la tasa de crecimiento del producto. En nuestra agenda futura, nos proponemos una estimación simultánea de la contribución de los factores observados (capital físico y humano), con el componente no observable (productividad total de los factores) usando un modelo espacio estado.

Referencias Bibliográficas

- Mincer, J. (1974): "Schooling, experience and earnings". New York, NBER.
- Palacios, L., Alejandro Puente y Frank Gómez (2005): "Venezuela, petróleo y crecimiento". Banco Central de Venezuela.
- Sapelli, C. (2003): "Ecuaciones de Mincer y las tasas de retorno a la educación en Chile: 1990-1998". Documento de Trabajo N° 254, Pontificia Universidad Católica de Chile.

Gráfico 4.
Empleo y empleo ajustado



	A	B	C	D	B/A	D/C
	PEA	PEA ajustada	Empleo	Empleo Ajustado		
50-59	3,39%	5,00%	2,87%	4,47%	1,47	1,56
60-69	3,77%	5,28%	4,43%	5,95%	1,40	1,34
70-79	3,82%	6,42%	4,00%	6,61%	1,68	1,65
80-89	5,40%	7,53%	4,59%	6,70%	1,39	1,46
90-99	4,21%	5,19%	3,61%	4,58%	1,23	1,27
00-05	1,77%	2,27%	2,00%	2,50%	1,28	1,25

Principales Variables Macroeconómicas de Venezuela

	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
Actividad Económica						
PIB M.US\$	120.481	78.961	85.855	97.534	136.263	
PIB Total Real (Var %)	2,8	-8,9	-7,7	17,9	9,3	***
PIB Petrolero	-0,9	-12,6	-1,9	11,6	1,2	***
PIB No Petrolero	4,0	-7,4	-7,5	17,8	10,3	***
Petróleo						
Precio promedio de realización (US\$/b)	20,2	21,94	25,2	31,4	45,4	53,4
Producción (m.M. barriles diarios)	3.216	3.213	2.779	2.610	2.700	2.806
Exportación (m.M. barriles diarios)	2.711	2.890	2.479	2.305	2.395	2.486
Demanda Agrega Interna (DAI)(% anual)						
Consumo Privado Real	6,9	-7,1	-4,6	16,6	16,3	16,8
Consumo Público Real	6,0	-2,5	5,7	13,9	7,3	7,9
Inversión Bruta Real	13,8	-18,4	-36,7	43,0	33,2	24,7
DAI	8,3	-14,7	-10,0	28,9	18,0	17,3
Sector Externo						
Balanza Comercial (M.US\$)	7.456	13.421	16.483	21.430	30.423	32.146
Exportaciones	26.667	26.781	27.170	38.748	55.597	62.800
Importaciones	19.211	13.360,0	10.687,0	17.318	25.174	30.654
Saldo en Cuenta Corriente (M.US\$)	4.080	7.423,0	11.448,0	13.830	24.436	24.600
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	3,4	9,4	11,2	14,2	17,9	17,6
Saldo en Balanza de Pagos (M.US\$)	-2.071	-4.427,0	5.443,0	1.898	4.984	6.014
Reservas Internacionales Brutas (M.US\$)	12.296	14.786,0	21.299,0	24.172	29.636	35.650
Tipo de Cambio (Bs./US\$)						
Al cierre	758,0	1.403,0	1.600,0	1.920,0	2.150,0	2.150,0
Promedio	724,5	1.161,0	1.608,6	1.885,5	2.109,8	2.150,0
Inflación (%)						
Inflación Puntual	12,3	31,2	27,1	19,2	14,4	***
Inflación Promedio	12,5	22,5	31,1	21,7	16,0	***
Indicadores Monetarios y Financieros						
Liquidez Monetaria (Var %)	97	15,3	57,5	50,4	52,4	58,4
Tasas de Interés Activa promedio (%)**	25,6	37,1	24,1	17,1	15,4	14,8
Tasas de Interés Pasiva 90d promedio (%)**	14,1	28,3	17,6	12,9	11,7	10,9
Situación Fiscal						
Supéravit/Déficit Fiscal(% del PIB)	-4,2	-3,9	-5,9	2,0	1,6	-2,3
Deuda Pública Total (% del PIB)	31,5	44,1	47,3	40,0	37,1	31,2
Deuda Pública Interna (% del PIB)	12,1	14,8	17,7	14,3	12,2	12,1
Deuda Pública Externa (% del PIB)	19,4	29,3	29,6	25,6	24,9	19,1
Datos Socio-Económicos						
Población (millones de habitantes)	24,6	25,1	25,6	26,1	26,6	27,0
Tasa de Desempleo (%)	12,8	16,1	15,6	10,9	8,9	8,4
PIB Per Cápita (US\$)	4.892	3.140	3.350	3.737	5.123	5.185

Actividad Económica

	Escenario A	Escenario B	Escenario C
Var. % PIB	1,0-4,0	4,0-7,0	7,0-10,0
Var. % PIBNP	1,2-4,75	4,75-8,5	8,5-12,5
Var. % PIBP	1,0	1,0	1,0
Probabilidad, %	4	38	58

Inflación Puntual

	Escenario A	Escenario B	Escenario C
Inflación, %	10-14	14-18	18-20
Probabilidad, %	16	67	17

PIBNP = PIB no petrolero, PIBP = PIB petrolero

Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
EE.UU.	4,2	3,5	3,3	3,2	2,7	3,4	3,4	2,1
UEM	1,8	1,4	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1
Japón	2,7	2,7	3,0	3,0	0,0	-0,3	0,4	0,5
China	10,1	9,9	10,0	9,5	3,9	1,9	2,0	

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (frente \$, fin de período)			
	30/06/06	dic-06	jun-07	dic-07	30/06/06	dic-06	jun-07	dic-07
EE.UU.	5,25	5,25	5,25	5,25				
UEM (\$/€)	2,75	3,50	4,00	4,00	1,28	1,27	1,29	1,30
Japón (yenes/\$)	0,00	0,75	1,25	1,25	114	113	108	105
China (cny/\$)	5,85	6,10	6,35	6,35	7,99	7,75	7,60	7,50

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina	9,0	9,2	7,3	6,2	6,1	12,3	11,0	12,0
Brasil	4,9	2,3	3,6	3,0	7,6	5,7	4,5	4,8
Chile	6,2	6,3	5,3	5,6	2,4	3,7	3,2	2,4
Colombia	4,8	5,2	4,8	4,6	5,5	4,9	4,2	3,9
México	4,2	3,0	4,0	3,2	5,2	3,3	3,4	3,5
Perú	5,2	6,4	5,6	4,7	3,5	1,5	2,5	2,5
LATAM ¹	6,0	4,4	4,5	3,9	6,8	6,0	5,3	5,7
LATAM Ex-México	6,6	4,9	4,6	4,1	7,3	6,9	5,9	6,5

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina ²	2,6	1,8	2,0	1,8	2,2	3,2	2,7	1,9
Brasil	-2,5	-3,0	-3,0	-2,5	1,9	1,8	1,0	1,0
Chile ²	2,4	4,9	6,2	1,9	1,7	0,6	1,0	-0,8
Colombia	-1,2	0,0	-1,5	-1,7	-1,0	-0,2	-1,7	-1,5
México	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-1,1	-0,7	-0,3	-1,1
Perú	-1,1	-0,3	0,0	-0,7	0,0	1,3	0,5	-0,3
LATAM ¹	-0,9	-0,7	-0,9	-1,0	1,3	2,0	1,5	1,0
LATAM Ex-México	-1,2	-1,0	-1,3	-1,4	2,7	3,4	2,4	2,1

¹ Media de los países mencionados. ² Gobierno Central

	Tipo de cambio (frente \$, fin de año)				Tasas de Interés (% , fin de año) ³			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina	2,99	3,05	3,15	3,30	3,1	5,0	7,5	12,0
Brasil	2,72	2,28	2,40	2,50	17,8	18,0	14,5	13,5
Chile	576	514	540	550	2,3	4,5	5,5	5,5
Colombia	2404	2279	2550	2631	7,8	6,3	6,4	7,1
México	11,15	10,63	11,00	11,70	8,7	8,2	7,0	7,0
Perú	3,28	3,42	3,28	3,40	3,0	3,3	4,75	5,25

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefes:

España y Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Europa: Sonsoles Castillo

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni di Placido

Argentina: Ernesto Gaba

Chile:

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela:

Norteamérica: Jorge Sicilia

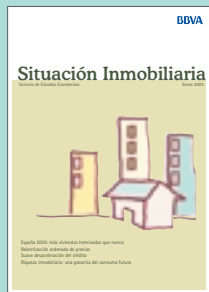
Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Escenarios Financieros: Maite Ledo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

otras publicaciones



La presente publicación no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.

El BBVA Banco Provincial no se hace responsable por las opiniones contenidas en la presente publicación, ni ofrece ninguna garantía sobre la integridad, corrección o exactitud de las cifras que en ella se muestran.

Para consultas escribanos a servicio_estudios@provincial.com Nuestras publicaciones pueden ser descargadas en www.bbva.com